

سعر الصرف الحقيقي التوازني

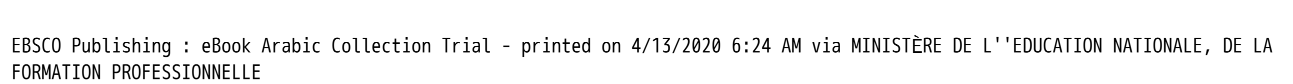


الدكتور عبد الرزاق بن الزاوي



سعر الصرف الحقيقي التوازني
الدكتور عبد الرزاق بن الزاوي





سعر الصرف
الحقيقي التوازني

سـعر الصـرف
الحقيقي التوازني

د/ عبد الرزاق بن الزاوي



الطبعة العربية – 2016

رقم الإيـداع 2015/2/404

التحـريـر : هيئـة تحـريـر
تصميم الغلاف : نضال جمهور
الصف والإخراج : سامي أبو سعدة
المطبعة : سمير منصور للطباعة



دار اليـــازوري العلمية للنشر والتوزيع
عمان – العبدلي – مقابل مجلس النواب
هاتف: 4626626 6 962+ تلفاكس: 4614185 6 962+
ص. ب: 520646 الرمز البريدي: 11152
info@yazori.com www.yazori.com

سعر الصرف الحقيقي التوازني

تأليف

د. عبد الرزاق بن الزاوي



مقدمة

فرضت الاختلالات المهمة و الملاحظة في أسعار الصرف بشكل جدي الاهتمام بموضوع تحديد مستوى مرجعي لتوازن سعر الصرف، ذلك أن فعالية هذا الأخير- سعر الصرف- كأداة من أدوات السياسة الاقتصادية يرتبط ارتباطا كبيرا بمعرفة مستواه التوازني، و في ظل غياب هذه المرجعية، فإن مفاهيم الارتفاع أو الانخفاض لسعر عملة ما بالنسبة إلى أخرى ليس له أي معنى، الأمر الذي أدى بمعظم الدراسات في هذا المجال إلى البحث في المستوى المرجعي طويل الأجل للمتغيرات الأساسية التي تفسر مستوى سعر الصرف الحقيقي التوازني ، وفي حال تحديد هذا المستوى التوازني فإن تصحيح انحراف سعر الصرف الحقيقي عنه يعد من الأمور المتفق عليها بين الاقتصاديين المهتمين بقضايا الصرف الأجنبي باعتباره احد الشروط الأساسية لتحسين الأداء والاستقرار الاقتصاديين، فقد تبين أن انحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني يمكن أن يؤدي إلى انخفاض في الكفاءة الاقتصادية وسوء تخصيص الموارد وكذلك هروب رؤوس الأموال، وكنتيجة لذلك فإن موضوع انحراف سعر الصرف الحقيقي قد حظي بعناية واهتمام في مناقشات صانعي السياسة الاقتصادية باعتباره احد العوامل الهامة لعدم التوازن الاقتصادي

والذي يستلزم تصحيحيه استخدام كل من سياسات إدارة الطلـب بالإضـافة إلى تعديلات سعر الصرف الحقيقي.

بناء على ما سبق فإن التقلبات الشديدة في معدلات سعر الصـرف الحقيقيـة وعدم توافق القيمة الاسمية لسعر الصرف الرسمي مع مستواها التوازني سيؤدي إلى حدوث تكاليف كبيرة في مستوى الرفاه الاجتماعي، كما قد ينـتج عـن عـدم تصحيح أسعار الصرف الكثير من الاخـتلالات عـلى مسـتوى الاقتصـاد الكـلي ويؤثر سلبا عـلى النمـو الاقتصـادي، فقـد يـؤدي مـثلا الانخفـاض في الصـرف الحقيقي عن مستواه التوازني إلى فائض في الميزان الجاري مـن خـلال تشـجيع الصادرات وارتفـاع أسـعار الـواردات، ممـا يولـد توسـعات تضـخمية (حالـة يوغسلافيا والبرازيل سنوات الثمانينـات) ، بينمـا يـؤدي تقـويم سـعر الصـرف الحقيقـي بـأعلى مـن مسـتوياته التوازنيـة إلى عجـز الميـزان التجـاري (حالـة المكسيك ١٩٩٤، كوريا الجنوبية ماليزيا الفلبين واندونيسيا سنة ١٩٩٧)

ومقارنة بالاهتمام البالغ للأدبيـات التطبيقيـة و إجماعهـا عـلى طبيعـة تـأثير صدمات انحراف سعر الصرف عـن مسـتواه التـوازني في النشـاط الاقتصـادي، حظيت دراسة سعر الصرف التوازني في الجزائر باهتمام قليل، و أهمل إلى حد مـا دورها في الاستقرار الاقتصادي طيلة فترة تطبيق النظام الاشـتراكي، حيـث كـان الدينار مقوما بأعلى من قيمته الحقيقة في بداية مراحل التنمية التي تميزت بنظـام

تسيير مخطط مركزي، و باختيار نظام سعر الصرف الثابت مرفقا بنظام رقابة كوسيلة لتطبيق سياسة سعر الصرف .

وعلى إثر الصدمة الاقتصادية التي عرفتها الجزائر سنة ١٩٨٦ و تداعياتها أدت بالقائمين على الاقتصاد ، إلى إعادة النظر في دور سياسة سعر الصرف، ومحاولة إيجاد حقائق تجريبية أو تطبيقية تفضي إلى إجماع حول طبيعة تأثير الصدمات النوعية أو الهيكلية لانحراف سعر الصرف عن مستواه التوازني على المتغيرات الاقتصادية الكلية، و على النمو الاقتصادي ومنه ترجيح أو تميّز هذه المقاربة عن تلك، لتتبنى السلطات النقدية في مرحلة لاحقة توصيات صندوق النقد الدولي بتطبيق نظام صرف تعويم موجه يرتكز على تثبيت سعر الصرف الدينار حول قيمة ثابتة تعبر عن التوازن، مما يسمح للسلطات النقدية بتعديل سعر الصرف الاسمي في فترات متعددة من اجل تعويض الفروقات التضخمية بين الجزائر وشركائها التجاريين.

يسمح إتباع هذه القاعدة بتجنب خسائر تنافسية لكن بالمقابل لا يسمح بتعديل في سعر الصرف الحقيقي في حالة تعرض الاقتصاد لصدمات حقيقية خارجية، خاصة و أن الاقتصاد الجزائري يعتمد في تحصيل موارده المالية على قطاع المحروقات المحددة أسعاره في السوق العالمية.

ولتحقيق أهداف المرحلة الاقتصادية الجديدة في بداية التسعينات،

اعتمدت الجزائر سياسة تخفيض قيمة الدينار للوصول به إلى سعر أكثر توافقا مع الجانب الحقيقي الاقتصادي، له قابلية تحويل تسمح بالمساهمة في تحقيق التوازن الخارجي، ليعرف سعر الصرف الحقيقي انحرافا جديدا عن مستواه التوازني بآثار جانبية على النمو الاقتصادي. وبالرغم من المستويات القياسية التي عرفتها أسعار المحروقات في الألفية الجديدة، إلا أن التخفيض في قيمة الدينار تواصل رغم تصريحات صندوق النقد الدولي التي تشير إلى اقتراب سعر الصرف الحقيقي من مستواه التوازني في الجزائر منذ سنة ٢٠٠٣.

يعد هذا الكتاب محاولة لتقديم مفاهيم حول سعر الصرف الحقيقي التوازني بهدف إيجاد حقائق تجريبية أو تطبيقية تفضي إلى إجماع حول طبيعة تأثير الصدمات النوعية أو الهيكلية لانحراف هذا السعر عن مستواه التوازني على المتغيرات الاقتصادية الكلية، و على النمو الاقتصادي ومنه ترجيح أو تميّز هذه المقاربة عن تلك.

سنستهل هذا البحث بالفصل الأول الذي نعتبره فصلا تمهيديا دراسة أهم المفاهيم المستخدمة طيلة البحث، حيث نعرض أولا إلى مفاهيم سعر الصرف، سياسته، أهميته أنواعه، أنظمته وإلى جملة من المفاهيم الأخرى المتعلقة بالموضوع، ثم نحاول التعريف بسوق الصرف المكان الطبيعي الذي تتم في فيه المعاملات المصرفية، من خلال معرفة وظائفه وأهم المعاملات التي تتم فيه

وأهم المتعاملين فيه. دراسة سعر الصرف الحقيقي التوازني مـن خـلال تعريفـه وتبيين أهم الآثار الناجمة عن الاختلال في توازنه.

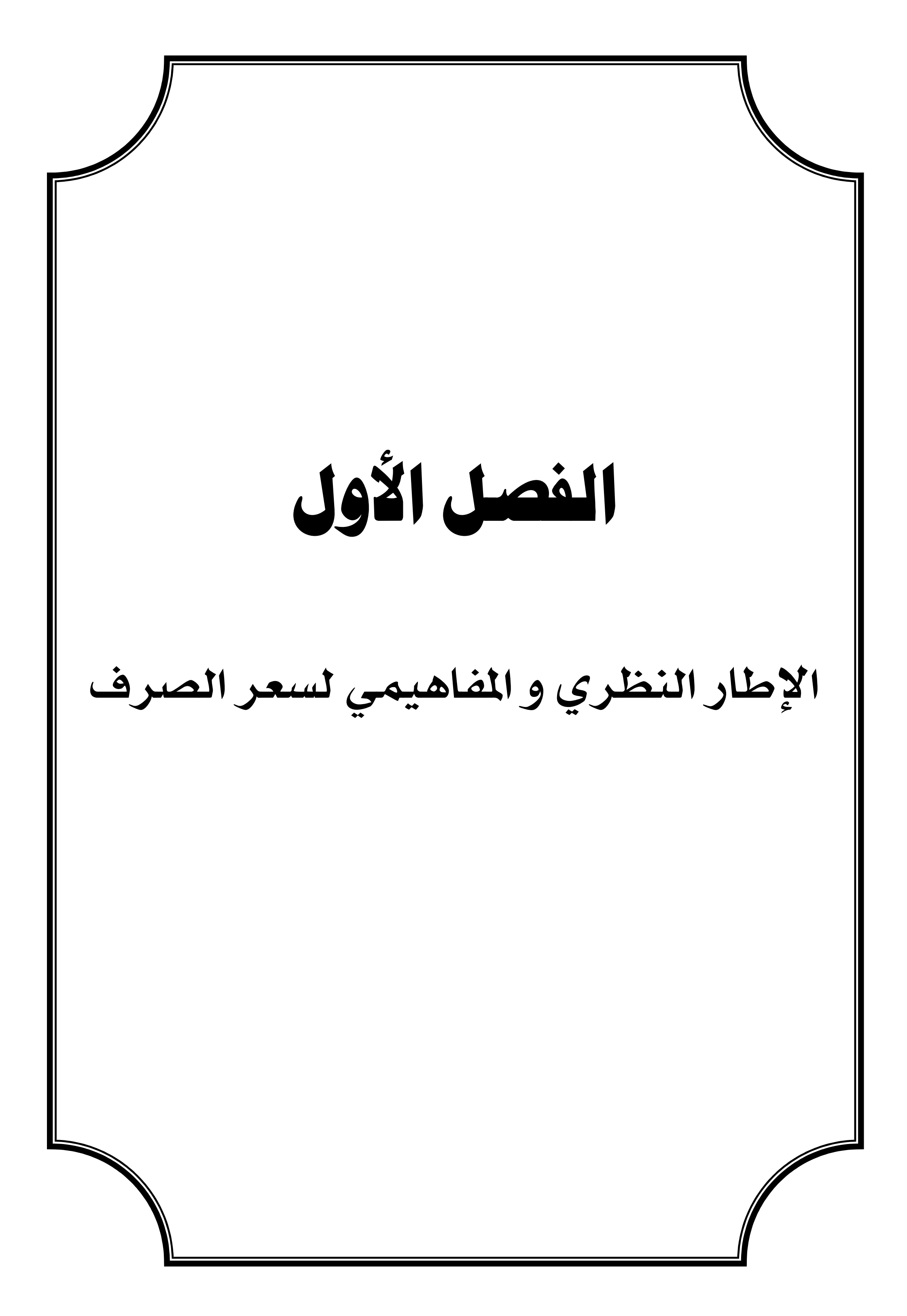
وفي الفصل الثاني سوف نتعـرف إلى سـعر الصـرف الحقيقـي التـوازني مـن خلال تعريفه وتبيين أهم الآثار الناجمة عن الاخـتلال في توازنـه. أمـا الفصـلين الثالث والرابع فسيتم التطرق من خلالهمـا لمختلـف المـدارس الفكريـة التـي تناولت موضوع سعر الصرف التوازني بالتحليـل، مـرورا بنظريـة تعـادل القـوة الشرائية، ثم المنهج النقدي، والمناهج الحديثة التي حاولت تفسير سلوك سـعر الصرف الحقيقي التوازني.

وفي فصل اخير سنتناول تطور سياسات وأنظمـة الصـرف في الجزائـر منـذ الاستقلال في مرحلة أولى، لندرس في مرحلة ثانية أهم الاختلالات الناجمـة عـن انحراف سعر الصرف الحقيقي عـن مسـتواه التـوازي التـوازني خـلال مراحـل التنمية.

المؤلف

الدكتور عبد الرزاق بن الزاوي





الفصل الأول

الإطار النظري و المفاهيمي لسعر الصرف

تمهيد:

يعتبر سعر الصرف أداة ربط بين اقتصاد مفتوح وبـاقي اقتصـاديات العـالم، فهو يمثل حلقة ربط بين أسـعار البيـع والتكلفـة بـين الشـركاء التجـاريين عـلى المستوى الدولي، فبواسطته تتم ترجمة الأسعار فيما بين الدول، وفي الوقت نفسه يلعـب دورا بـارزا في القـدرة التنافسـية للاقتصـاد وبالتـالي في وضـعية ميـزان المدفوعات وفي معدلات التضخم والنمو الحقيقي.

إن أهمية هذا السعر لا تكمن فقط في أسواق السلع بل تصل إلى أسواق رأس المال وعوامل الإنتاج وما يرتبط بذلك من آثار ارتدادية أو انعكاسـية عـلى جـل المتغيرات الاقتصادية، ولذلك يمكن اعتباره من أهم الأسعار المستخدمة كأداة للسياسة الاقتصادية بشكل مرض وفعال، يمكّن مـن تحسـين القـدرة التنافسـية للدولة وما يترتب على ذلك من تحقيق نتائج توسعية في مجال الإنتاج و العمالـة و النمو بشكل عام. وفي حال استخدام هذا السعر بشكل غير مناسب فإنه يـؤدي إلى ازدياد تدهور القـدرة التنافسـية للدولـة ومـا يـرتبط بـذلك مـن انعكاسـات انكماشية على الاقتصاد في كامل جوانبه.

من هذا المنطلق، سنقوم بإيضاح بعض المفاهيم الخاصـة بسـعر الصـرف المستخدمة طيلة هذا البحث من خلال النقاط التالية:

- مفاهيم عامة حول سعر الصرف.
- سوق الصرف.

المبحث الأول:

مفاهيم عامة حول سعر الصرف

نشأ مفهوم سعر الصرف نتيجة للتبادل الدولي في السلع والخدمات بين مختلف دول العالم، حيث يتم تسوية المعاملات التجارية والاقتصادية باستخدام سعر الصرف، هذا الأخير الذي تم تعريفه من خلال وجهات نظر عديدة.

فقد عرف بأنه سعر الوحدة من النقد الأجنبي مقدرا بوحدات من العملة الوطنية.[(١)] كما يمكن التعبير عنه - أيضا- بأنه سعر وحدة من العملة المحلية معبرا عنه بعملة أجنبية.[(٢)] وواقع الأمر أنه لا يوجد اختلاف بين الأسلوبين السابقين عند التعبير عن سعر الصرف، فانجلترا على سبيل المثال تتبع طريقتها التقليدية في تحديد سعر صرف عملتها على أساس الجنيه الإسترليني معبرا عنه بوحدات من العملة الأجنبية. أما في معظم المراكز المالية الأخرى كنيويورك وباريس مثلا يتم إتباع الطريقة العكسية في تحديد سعر الصرف، ويعتبر آخرون أن النقد الأجنبي بمثابة سلعة كغيرها من السلع يتم تبادلها مع الدول المصدرة

---

(١) عبد الرحمان يسري أحمد و إيمان محب زكي، الاقتصاديات الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٧، ص ٢٥١.

(٢) محمد خليل برعي وعلي حافظ منصور، العلاقات الاقتصادية الدولية، مكتبة القاهرة الحديثة، القاهرة، ١٩٧٤، ص١١.

لهذه العملات، ويعبر عن ثمنها بوحدات من العملة الوطنية.(١)

مما سبق، يمكن القول أن سعر الصرف لعملة ما هـو إلا عبـارة عـن سـعر إحدى العملات بدلالة عملة أخرى، والذي يتم على أساسـه المبادلـة، بحيـث يعبر عن الوحدات من العملة الأجنبية التي يمكن شـراؤها بوحـدة واحـدة مـن العملة الوطنية [١دج = ٢ , ٠ $] مثلا، أو بشكل آخـر عـدد الوحـدات الوطنيـة اللازمة للحصول على وحدة من العملات الأجنبية [١ $ =٥دج].

ويفضل الكثير من الاقتصاديين النظر إلى سعر الصـرف بالصـيغة المعبـرة عـن تعادل العملة الأجنبية بالنسبة للعملة الوطنية وليس العملة الوطنية بالنسبة للعمـلات الأجنبية. إذ تبعا للصيغة الأولى يتم النظر إلى العملة الأجنبية كما لو كانت سـلعة مـن السلع التي يتم تبادلها مع الدول التي أصدرت هذه العملات.(٢)

وسعر الصرف شأنه شأن أي سعر آخر يتوقف على العـرض والطلـب عـلى الصرف الأجنبي، فكلما زاد الطلب على عملـة مـا ارتفعـت قيمتهـا، والعكـس صحيح. كما أن ارتفاع الكمية المعروضة من سلعة ما سيخفض من قيمتها، لـذا يمكن اعتبار سعر الصرف المرآة التـي تظهـر بوضـوح العلاقـة بـين صـادرات

---

(١) حمدي عبد العظيم، **سياسة سعر الصرف و علاقتها بالموازنـة العامـة للدولـة**، مكتبـة القـاهرة المصرية، القاهرة، ١٩٨٧، ص٩٦.

(٢) أحمد الصفتي، **اقتصاديات التجارة الخارجية**، مكتبة نهضة الشرق، القاهرة، ١٩٧٧، ص٢٠٠.

وواردات دولة ما سواء كانت منظورة أو غير منظورة. فكلما كانت الدولة تتمتع بمركز تصديري مرموق كلما كان لعملتها قيمة مرتفعة، والعكس صحيح فكلما كانت الدولة لا تستطيع أن تحتل مكانا في صادرات العالم في الوقت الذي تتزايد فيه وارداتها كلما كانت قيمة عملتها منخفضة لذا يمكن القول أن سعر الصرف يعبر عن مركز الدولة في معاملاتها مع العالم الخارجي إذا ما ترك حرا بدون قيود.

بناء على ما سبق يتضح أن لسعر الصرف عدة وظائف على مختلف الأصعدة نحاول فيما يلي بيانها في الفقرات التالية:

المطلب الأول: وظائف سعر الصرف

لسعر الصرف دور هام في النشاطات الاقتصادية الخارجية لأي بلد، سواء كان ذلك النشاط تجاريا أو استثماريا، إذ يعتبر أداة ربط هامة بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات العالمية، كما يعتبر وسيلة هامة للتأثير على ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة الموارد المستوردة، وينعكس ذلك على التضخم والعمالة، إضافة إلى أنه يستخدم كمؤشر كونه يمثل التكاليف والأسعار سواء داخل البلد أو خارجه، فإنه يمكن أن يستخدم كمؤشر على تنافسية البلد وبالتالي على ميزان المدفوعات في النهاية.[١]

---

(١) عبد الحق عتروس، **أثر تغير سعر الصرف على الأسعار المحلية**، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري قسنطينة، العدد٣، ٢٠٠٠، ص١٠.

يمارس سعر الصـرف عـدة وظـائف في الاقتصـاد الـوطني مـن بينهـا[1]: الوظيفة القياسية، الوظيفة التطويرية والوظيفة التوزيعية.

أولا: الوظيفة القياسية

يمثل سعر الصرف حلقة وصل بين الأسعار العالميـة مـن جهـة والأسـعار المحلية من جهة أخرى، وعـن طريقـه نجـد أن الأسـعار المحليـة - باعتبارهـا تجسيدا للقيمة الدولية للبضائع - يمكن التعبيـر عنهـا بعمـلات وطنيـة مقومـة بعملات أجنبية، معنى هذا أن سعر الصرف يشكل قاعدة مهمة للقياس المباشـر للتجارة الخارجية أو بالأحرى لعمليات تجارية معينة.

ثانيا: الوظيفة التطويرية

يستخدم سعر الصرف في تطوير صادرات معينة إلى مناطق معينة من خـلال دوره في تشجيع تلك الصادرات، كما يؤدي إلى تعطيل فـروع صـناعية معينـة أو الاستعاضة عنها بالواردات التي تكون أسعارها أقل مـن الأسـعار المحليـة، في حين يمكن الاعتماد على سعر صرف ملائم لتشجيع واردات معينة، وبالتالي يؤثر سعر الصرف على التركيب السلعي والجغرافي للتجارة الخارجية للبلدان، وهنـا يمكن الاستشهاد بواقع التبادل التجاري بين الولايات المتحدة واليابان، فعندما

(٢) أمين رشيد كنونه، **الاقتصاد الـدولي**، مطبعـة جامعـة المستنصـرية، بغـداد ، ١٩٨٥، ص ص ٢٠٥،٢٠٦.

ارتفع سعر صرف الدولار إزاء الين الياباني زاد إقبال الأمريكيين على شراء السيارات اليابانية حيث كان ثمنها منخفض مقارنة بالسيارات الأمريكية.[١]

ثالثا: الوظيفة التوزيعية

يمارس سعر الصرف وظيفته التوزيعية على مستوى الاقتصاد الدولي، وذلك بفعل ارتباطه بالتجارة الخارجية، حيث تقوم هذه الأخيرة بإعادة توزيع الدخل القومي العالمي والثروات الوطنية بين بلدان العالم، فمثلا عند انخفاض سعر صرف الدولار إزاء الين الياباني، وبافتراض أن اليابان تستورد الحبوب من الولايات المتحدة الأمريكية، فإذا أرادت اليابان زيادة حصتها من الحبوب فإنها ستضطر إلى دفع زيادة في الدولارات بسبب الارتفاع في قيمة الدولار إزاء الين الياباني، مما سيؤثر ذلك على احتياطات اليابان من الدولار الأمريكي، في حين سترتفع احتياطات الولايات الأمريكية من الدولار وينطبق ذلك أيضا في حالة انخفاض قيمة الدولار الأمريكي إزاء الين الياباني.

إذن فإن عملية تخفيض أو زيادة القيمة الخارجية للعملة أي التغير في سعر صرفها، سيؤثر في حجم الاحتياطي الموجود بهيئة رصيد البنوك المركزية في البلدان الأخرى.

---

(١) عرفات تقي الحسني، **التمويل الدولي**، دار مجدلاوي، الطبعة الأولى، عمان، ١٩٩٩، ص ١٤٩.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في سعر الصرف

باعتباره متغيرا يتحدد بتفاعل قوى العرض والطلب في السوق، يتعرض سعر الصرف إلى عدة مؤثرات جانبية تعمل على تغيير مستوياته، ومن بين أهم هذه العوامل نجد:

أولا: التغير في الميزان التجاري

توجد علاقة وثيقة بين ميزان التجاري و سعر صرف العملة للبلد، فإذا كان سعر الصرف لعملة بلد ما أكبر من قيمتها الحقيقية، سيؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار سلع البلد ذاته من وجهة نظر الأجانب، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي عليها، و بالتالي سيؤدي ذلك إلى حدوث اختلال في الميزان التجاري. أما إذا تم تحديد سعر صرف العملة بأقل مما يجب أن تكون عليه فسيؤدي ذلك إلى توسع الصادرات مقابل تقلص الواردات مما يؤدي أيضا إلى حدوث اختلال في الميزان التجاري، لذلك غالبا ما ينتج عن هذه الإختلالات ضغوط تضخمية تساهم في استمرار الاختلال في الميزان التجاري.

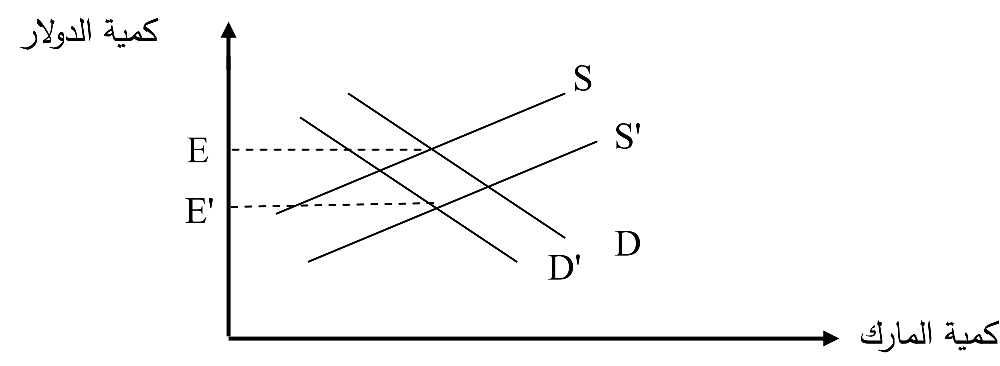
ثانيا: تغير معدلات التضخم

للتضخم أثر في تغير سعر صرف العملات المختلفة، يتجلى في انخفاض قيمة العملة في سوق الصرف في حال ارتفاع مستويات التضخم المحلي، فيما تؤدي حالة الركود إلى ارتفاع قيمة العملة. فمثلا عندما انخفاض قيمة عملة بلد

ما بنسبة ١٠ % ويكون المستوى العام في البلدان الأخرى مستقرا فالتضخم المحلي في هذا البلد سيدفع المستهلكين إلى زيادة طلبهم على السلع الأجنبية ثم على العملات الأجنبية، وبسبب الأسعار المرتفعة في هذا البلد - نتيجة التضخم - ستقل إيرادات الأجانب من سلع هذا البلد، فيقل عرض العملة الأجنبية في سوق الصرف مقابل تزايد الطلب على هذه العملة.[١]

وللتوضيح نفترض أن معدل التضخم في ألمانيا ينمو بوتيرة أسرع من وتيرة نموه في الولايات المتحدة، فإن هذه التطورات تؤدي إلى تحرك منحنى الطلب على المارك في الولايات المتحدة إلى " 'D" ويتحرك منحنى عرض المارك في ألمانيا إلى " 'S " وينخفض سعر الصرف لهذه التطورات إلى المستوى " 'E".

الشكل (١,١): آثار التضخم على تغيرات سعر الصرف



المصدر: بسام الحجار، **العلاقات الاقتصادية الدولية**، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، ص٢٢.

---

(١) عرفات تقي الحسني، المرجع السابق، ص ص١٥٨، ١٥٩.

وللحد من ارتفاع الأسعار المحلية نتيجة التضخم يعمل على تقليل الاستيراد من طرف الأجانب من سلع ذلك البلد وبالتالي يقل الطلب على عملة هذا البلد في سوق الصرف مقابل تزايد عرض هذه العملة.

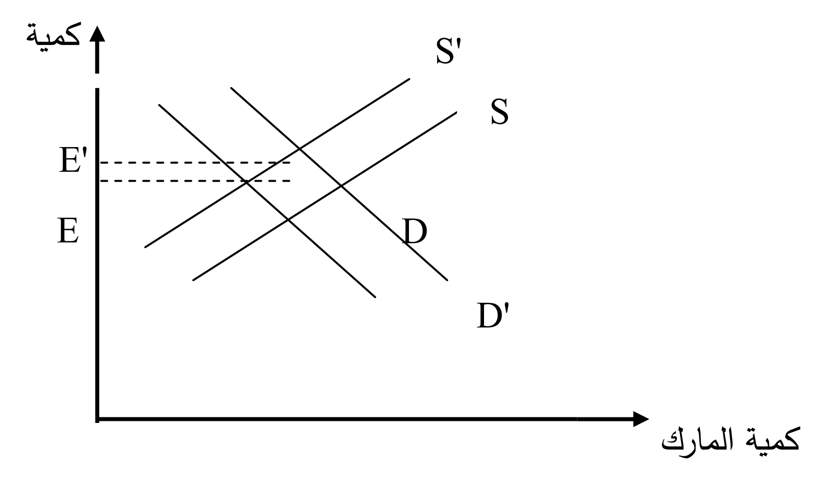
ثالثا: التغير في معدلات الفائدة الحقيقية

ترتبط تغيرات أسعار الصرف بمعدلات الفائدة في بلدين، فإذا ارتفع معدل الفائدة المحلي مقارنة بمعدل الفائدة الأجنبي فانه بعد مرور فترة زمنية معينة سترتفع قيمة العملة المحلية والعكس صحيح فالارتفاع في معدلات الفائدة في البلدان الأجنبية سيحفز المستثمرين المحليين على الأمد القصير على استبدال عملتهم بعملات تلك البلدان وذلك لجني الأرباح في السوق الأجنبي، وعليه فإن ارتفاع أسعار الفائدة في الخارج سيعمل على زيادة الطلب على العملات الأجنبية وهذا ما يؤثر على سعر الصرف.

ويمكن توضيح ذلك بالمثال التالي:

لنفرض أن معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية قد انخفضت عن المعدلات في ألمانيا فإن الطلب على المارك في الولايات المتحدة الأمريكية سينتقل إلى " D " بينما ينتقل عرض المارك في ألمانيا إلى " S " كما هو موضح بيانيا في الشكل (١،٢)، فعند ارتفاع معدل الفائدة المحلي فإنه سيجذب رؤوس الأموال الأجنبية وهذا يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة.

الشكل (٢,١): آثار تغير سعر الفائدة على سعر الصرف



المصدر: بسام الحجار، **العلاقات الاقتصادية الدولية**، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، ص٢٣.

لنفرض أن معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية قد انخفضت عن المعدلات في ألمانيا فإن الطلب على المارك في الولايات المتحدة الأمريكية سينتقل إلى " D " بينما ينتقل عرض المارك في ألمانيا إلى " S " كما هو موضح بيانيا، فعند ارتفاع معدل الفائدة المحلي فإنه سيجذب رؤوس الأموال الأجنبية وهذا يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة.

رابعا: التدخلات الحكومية

تحصل هذه التدخلات عندما يحاول البنك المركزي للعملة تعديل سعر صرف العملة عندما لا يكون ملائما لسياسته المالية والاقتصادية، وتتم هذه

التدخلات في حالة تطبيق نظام الصرف الثابت حيث لا يخضع سعر العملة لتفاعل قوى العرض والطلب عليها.

ففي حال حدوث اختلال في ميزان المدفوعات ستتبع الدولة سياسة انكماشية أو تضخمية لإعادة التوازن عن طريق التخفيض أو الرفع في سعر العملة، هذه العملية التي تسمح للدولة في التحكم في كمية النقود المعروضة، لتجنب تنامي القوى التضخمية في السوق الداخلي، كما يسمح باستقرار العملة المحلية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة ثقة بقية العالم في تعاملاتهم التجارية والرأسمالية مع الدولة المثبتة لسعر صرفها.

المطلب الثالث: معايير تقسيم أسعار الصرف

إن استقراء التاريخ النقدي لمعظم الدول التي عانت في فترة ما من تاريخها من نقص في عرض النقد الأجنبي كالدول المتخلفة والدول التي اتخذت نهج التخطيط المركزي كأسلوب لإدارة اقتصادياتها يشير إلى تدخل السلطات النقدية فيها لتحديد هذا السعر بالنسبة لكافة العملات الأجنبية الرئيسية، على عكس الدول التي عرفت نهجا اقتصاديا يتميز بنوع من المرونة أين كان تدخل السلطات النقدية محدودا في فترات الأزمات. وفي ضوء ذلك يمكن التمييز بين عدد من تقسيمات أسعار الصرف وذلك وفقا لمعيار التقسيم المستخدم، ولعل

من أهم هذه المعايير:[١]

- معيار أسلوب تحديد سعر الصرف.
- معيار مدى ثبات سعر الصرف.
- معيار عدد أسعار الصرف و مدى مباشرته.
- معيار البعد الزمني.

أولا: معيار أسلوب تحديد سعر الصرف

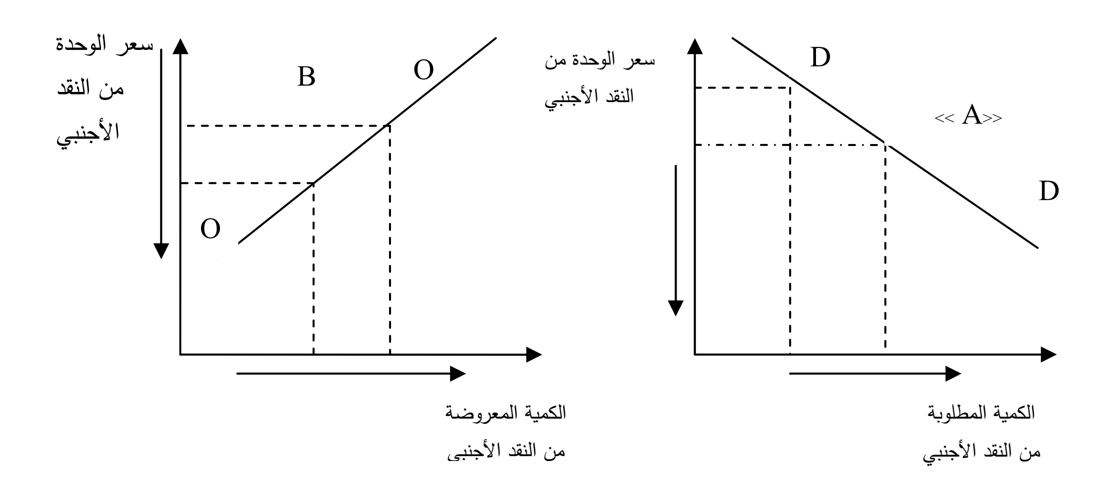
في هذا المعيار يمكن التفرقة بين سعر الصرف الحر وسعر الصرف الإداري أو المدار، ففي النمط الأول يترك تحديد سعر الصرف كليا لقوى العرض والطلب الحرة الخاصة بالعملة الأجنبية محل الاهتمام دونما تدخل من الدولة، فالعملة الأجنبية تعامل هنا كسلعة أو خدمة ويتحدد سعرها بوحدات من العملة الأجنبية وفقا لقوى العرض والطلب الحرة. ويعكس منحنى الطلب على العملة الأجنبية قانون الطلب المادي بمعنى أن زيادة الطلب عليها يأتي نتيجة لانخفاض سعرها والعكس صحيح. كذلك يتخذ منحنى عرض العملة الأجنبية شكل منحنى العرض العادي ويعكس قانون العرض، بمعنى أن زيادة السعر

(١) محمد كمال الحمزاوي، **سوق الصرف الأجنبي**، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٤، ص ص١٧، ٢٥.

تؤدي إلى زيادة الكمية المعروضة من العملة الأجنبية والعكس صحيح بافتراض بقاء العوامل الأخرى على ما هي عليه.

يظهر الشكل رقم (١ ,٣) حالتي السوق الحـرة والتـدخل الإداري، حيـث يتحدد سعر الصرف في السوق الحرة للعملة الحرة الأجنبية عند تقاطع منحنيـي العرض والطلب الخاصين بهذه العملة، ويختلف هذا الأسـلوب الطبيعـي عـن الأسلوب الحكومي، ففـي هـذا الأخيـر تحـدد الدولـة سـعرا إداريـا للصـرف الأجنبي.

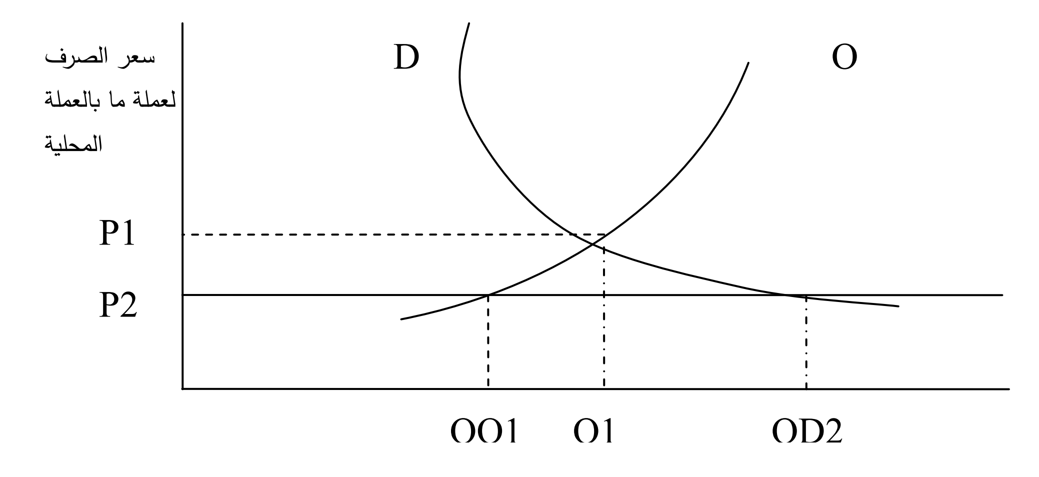
الشكل (٣,١): منحنيا الطلب على العملة وعرضها في السوق الحرة



المصـدر: محمـد كمـال الحمـزاوي، **سـوق الصـرف الأجنبـي**، منشـأة المعـارف، الإسكندرية، ٢٠٠٤، ص ١٨.

فعند تقاطع منحنى الطلب على الصرف الأجنبـي بمنحنـى عرضـه يتحـدد سعر الصرف الحر ويطلق على هذا السعر (P١) اسم سعر الصرف التوازني إذا لم يكن هناك ميل لهذا السعر في ظل ظـروف معينـة نحـو الارتفـاع أو الانخفـاض ونظرا لأن الطلب على الصرف الأجنبي وعرضه ينشأ مـن مختلـف بنـود ميـزان المدفوعات الدائنة والمدينة، فإن توازن سعر الصرف يعنـي ضـمنيا شـكلا مـن أشكال التوازن (الحسـابي) في ميـزان المـدفوعات، وبصـفة عامـة، فـإن سـعر الصرف التوازني يمثل السعر الـذي يسـود عنـدما يتحقـق التـوازن الاقتصـادي داخليا وخارجيا خلال الفترة الطويلة، وقد اعتبر الكثيرون سعر الصرف الفعـال الحقيقي معيارا لسعر الصرف التوازني.

الشكل (٤,١): الكميات المطلوبة والمعروضة من العملة الأجنبية



المصـدر: محمـد كمـال الحمـزاوي، **سـوق الصـرف الأجنبـي**، منشـأة المعـارف، الإسكندرية، ٢٠٠٤، ص ٢٠.

فإذا وجدت الدولة أن مدفوعاتها للخارج تزيد عن مداخيلها منه تقلصت قيمة العملة الوطنية لصالح العملات الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي، فقد تضطر إلى التدخل لإجبار المصدرين مثلا وغيرهم ممن يحصلون على النقد الأجنبي على بيع ما لديهم من عملات أجنبية لها أو لبنوك معينة، وهذا التدخل يكون عادة بفرض سعر إداري P2 يكون أقل من السعر التوازني P1، ويلاحظ أنه عند السعر الإداري يكون الطلب على الصرف الأجنبي QD2 أكبر من عرضه QO1 بفجوة يطلق عليها اسم فائض الطلب المكبوت.(١)

ويرتبط بهذا المعيار التفرقة بين السعر الرسمي والسعر الحقيقي، ويقصد بالأول ذلك السعر الذي تأخذ به الدولة ويتم الإعلان عنه. هذا السعر يعتبر الأساسي في كافة المعاملات التي تتم بين الأطراف المتعاملة في السوق الرسمية للصرف الأجنبي، أما السعر الحقيقي فهو السعر التوازني المحقق للتوازن الاقتصادي الداخلي والخارجي للدولة بعد استبعاد التغييرات التي تتم خلال فترة زمنية معينة.

وهذا السعر الحقيقي قد يكون مرجحا وقد يكون حقيقيا وفي الحالة الأولى يكون السعر مرجحا بأوزان تعكس نمط التوزيع الجغرافي للصادرات والواردات بغية التعرف على ما يحدث من تطور في المقدرة التنافسية للدولة، أما

(1) Henning Charles ,Pigoutt william, **International Financial Management**, MC Graw Hill Kogakusha id,Tokyo,1978, pp 48- 88.

السعر الفعال الحقيقي فيطلق على الـرقم القياسـي للأسـعار النسـبية المخفضـة بأرقام قياسية للتحركات في أسعار الصرف الاسمية فهو رقم قياسـي معبـرا عنـه بعملة موحدة.

ثانيا: معيار مدى ثبات سعر الصرف

يمكن التفرقة بين أسعار الصرف الثابتة وأسعار الصـرف المعومـة، حيـث يقصد بأسعار الصرف الثابتة أن تكـون العلاقـة بـين العمـلات محـددة إداريـا وبطريقة نظرية باتفاق بين السلطات النقدية لمختلف الدول على أساس معطيات اقتصادية وكذلك سياسية، وذلك من خلال تثبيت كل عملة إلى أساس معين[1]، وفي بادئ الأمر كان التثبيت إلى وزن معين من الذهب - الذي كان يمثل العملـة الاحتياطية الدولية - وكانت العملات تخضع لمبدأ التحويل إلى الذهب بـدون قيود. ويتحدد السعر بين العملات على أساس نسـبة مـا تحويـه كـل عملـة مـن الذهب، وقد ساد هذا النظام في ظل قاعدة الذهب.

مـثلا: قبـل ١٩١٤ كـان FRF1 = ٣٢٢٥٦, ٠ غ ذهـب و ١$ = ٦٧, ١ غ ذهب.

---

(١) بسام الحجار، **نظام النقد العـالمي وأسـعار الصـرف**، دار المنهـل اللبنـاني، بيـروت، ٢٠٠٩، ص١٤.

سعر صرف الدولار هو: $\frac{1,67}{0,32256}$ = ١٨ , ٥ أي ١ $ = ١٨ , ٥ FRF، هذه القاعدة سمحت لسعر الصرف بالتغير في حدود ضيقة جدا، هي حدود تصدير واستيراد الذهب الذي تم بكل حرية.

ومع تطور النظام النقدي الدولي تطوّر الأساس وأصبحت إمكانية الاستناد إلى:[1] عملة أجنبية مثلا الدولار$ أو الجنيه الإسترليني £ أو سلة من العملات، إما باستعمال السلة الجاهزة من طرف FMI وهي سلة حقوق السحب الخاصة(DTS) أو سلة أخرى تكوّنها الدولة من عملات أهم الشركاء الماليين والتجاريين لها. سياسة إعادة التوازن لميزان المدفوعات ترتكز على سياسة انكماشية أو تضخمية، لأن الدولة تسعى إلى تحقيق توازن خارجي على حساب التوازن الداخلي، وبالتالي التعارض مع السياسة الاقتصادية الداخلية (معدلات النمو، مستوى التشغيل...الخ).

في سنوات السبعينات تم التخلي عن هذا التثبيت من أجل تحقيق أكبر قدر من أهدافها المسطرة، وهذا ما بينه العمل الذي قام به الاقتصادي "Mundell" من خلال ما أطلق عليه بالمعضلة الثلاثية (Le triangle d'incompatibilité)، والذي يبين أن السياسة الاقتصادية الكلية لا تستطيع الدول تحقيق أهدافها إلا من خلال عنصرين من رؤوس المثلث أي:حرية حركة انتقال رؤوس الأموال

(1) Clark et autres**, Le management des risques internationaux**, Economica, Paris, P18.

عبر الحدود، استقلالية السياسة النقدية، نظام سعر صرف ثابت.[١]

فإذا ما اختارت الدولةl سعر صرف ثابت وسياسة نقديـة مسـتقلة لتحقيـق أهدافها لا بد من تقييد حركة انتقال رؤوس الأموال لكي لا تتأثر أسعار الفائـدة المحلية بالتغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة العالميـة، أمـا إذا اختـارت حريـة انتقال رؤوس الأموال واستقلال السياسة النقدية فلا بد مـن الـتخلي عـن سـعر الصرف الثابت لعدم قدرة السلطات النقدية تحقيق أهدافها الاقتصادية المحلية، وتثبيت سعر الصرف في ظل حرية رؤوس الأمـوال، أمـا الاختيـار الأخيـر فـلا يسمح بتطبيق سياسة نقدية مستقلة، لأن هـذه السياسـة ستقتصـر عـلى أغـراض الدفاع على سعر الصرف في مواجهة تغييرات أسعار الفائدة العالمية. بالإضـافة إلى أنّ سعر الصرف الثابت يفتقد إلى القدرة على رؤية ضغوط العـرض والطلـب في الأجل القصير، مما يؤدي إلى عرقلة تطبيق سياسة سعر صرف خاصة ومناسبة مع صعوبة تقدير الأسعار الواقعية للفائدة.

أما أسعار الصرف المعومة فيقصد بها تلك الأسعار التي تتحدد من خـلال قوى السوق الحرة دون تـدخل حكـومي، حيـث يتمتـع سـعر الصـرف بحريـة الحركة.[٢] وغالبا ما يرتبط تحديد أسعار العملـة بوضـع حـدود دنيـا وعظمـى

---

(١) التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سبتمبر ٢٠٠٣، ص١٠٦.

(٢) بسام الحجار، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، مرجع سابق، ص٣٦.

للتقلبات، لكن رغم هذا فإن الدول قـد لا تقتنـع بهـذه الحريـة المطلقـة لسـعر الصرف الناتج عن قوانين العرض والطلب، لذا وجدت لنفسها مجالاً للتـدخل في أسعار الصرف العائمة، وعليه يمكن التفرقة بين التعـويم النظيـف والتعـويم غير النظيف (التعويم المدار، الموّجه).

١- التعويم النظيف (الحر):

في ظل هذا النظام تقوم السلطات النقدية بترك سـعر الصـرف حـرا يتحـدد طبقا لقوى العرض و الطلب في سوق الصرف الأجنبي، وفي الوقـت ذاتـه تقـوم بإنشاء ما يعرف باسم أموال موازنة الصرف عن طريق تخصيص أرصدة مناسـبة من الذهب و الاحتياطات النقدية التي يتسنى بمقتضـاها للسـلطات النقديـة أن تتدخل في أسواق الصرف الأجنبي بائعة أو مشـترية بقصـد حمايـة قيمـة العملـة الخارجية من التغيرات العارضة أو المؤقتة أو التي تسببها عمليات المضـاربة ، ومن أمثلة التعويم النظيف قيام العديد من الدول خلال أزمـة النقـد العالميـة في مايو 1971 بتعويم ما مقداره 2.5 مليار دولار، وكانت ألمانيـا الغربيـة مـن بـين هذه الدول حيث أعلنت تعويم الدوتش مارك في 9 مايو 1971.[١]

(١) سامي عفيفي حاتم، **دراسـات في الاقتصـاد الـدولي**، الـدار المصـرية، القـاهرة،١٩٨٧، ص ١٩١.

٢- التعويم المدار:

هو تعويم، لكنه يتميز بإمكانية تدخل السلطات النقدية من أجل تغيير اتجاه العرض والطلب على العملات الأجنبية، إذا ما لاحظت أن سعر صرف عملتها يسير في غير الاتجاه المرغوب. وذلك بشراء أو بيع العملات، فإذا لاحظت مثلا أنّ عملتها تسير نحو الارتفاع باتجاه عملة أجنبية ما تقوم بشراء كميات من العملة الأجنبية - وهذا ما قامت به اليابان اتجاه الدولار- ويمكن اعتبار التعويم المدار الحل الوسط بين الحالتين المتطرفتين، الثبات الكامل والتعويم الحر، وهو يتلاءم مع الوضع النقدي الحالي وكذا وضع التجارة الدولية، حيث تتحدد أسعار مركزية للصرف وتجعل مرونة كبيرة للتغير حولها، وذلك وفقا لظروف العرض والطلب. وقد أصدر صندوق النقد الدولي بعض الشروط التي تستوجب على البنوك المركزية مراعاتها حين التدخل لإدارة سعر الصرف من أهمها:

- أن لا تؤدي تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف إلى الزيادة في حدة التقلبات.
- أن لا تهدف التدخلات للتأثير على أسعار الصرف إلى جني فوائد على حساب دول أخرى.

أما الصور التي يمكن أن يتخذها هذا التدخل قصد التأثير على سعر العملة الوطنية فتتمثل في:

- التأثير على حركة الصادرات والواردات من خلال رفع أو تخفيض الحواجز الجمركية، فزيادة الصادرات ستؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية، مما يؤدي إلى رفع قيمتها تجاه العملات الأجنبية، بينما الزيادة في الواردات على حساب الصادرات ستؤدي إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية مما يؤدي إلى انخفاض العملة المحلية.

- التوسع النقدي دون الزيادة في الطلب على العملة الوطنية.

- استعمال سعر الفائدة، فإذا أرادت السلطات النقدية رفع قيمة عملتها فما عليها إلا القيام بتخفيض سعر الفائدة الموجه للمستثمرين، أما في الحالة العكسية فستقوم برفع هذا السعر.

و من الأسباب الداعية إلى اعتماد نظام الصرف العائم ما يلي:(١)

أ- عدم وجود احتياطات كافية:

ب- عدم كفاية المعلومات:

ج- عدم وجود استقرار على الصعيد الكلي:.

د- الاعتبارات السياسية:

---

(١) بيتر ج.كوبر، هونان كورتيس- دوغلاس، **تجربة استخدام أسعار الصرف العائمة**، مجلة التمويل والتنمية، عدد ٠٢، المجلد٣٠، جويلية ١٩٩٣، ص ص٢٨، ٢٩.

بالإضافة إلى وجود أسبابا خاصة بالدولة نفسها لإتباع التعويم، مثلا: لبنان دافعت عن هذا النظام لأنّه جزء من تعهد البلاد بتحرير التجارة، كما أنه يمثل انعكاس للتنمية العالمية في أسواق المال.[١]

مما سبق يمكن القول أن سعر الصرف العائم هو السعر الذي لا يخضع لأي أساس في تحديده، وإنما لتفاعل قوى العرض والطلب على العملات الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي. وكأي نظام فهو ينطوي على مزايا أدت إلى اعتماده وعلى عيوب أنقصت من فعاليته. فمن مزاياه أنه:

- يسهل تطبيقه، لأنّ تنظيمه آلي في تحديد سعر صرف العملات، وتحقيق تعادل حقيقي لسعر الصرف، من دون وجود مجال لتقدير العملة بأكثر أو بأقل من قيمتها، فهو يتحدد بفعل ظروف اقتصادية محركة للسوق، كما يساعد على وضع الدولة في مكانتها في التجارة الدولية.
- يسمح بإعادة التوازن لميزان المدفوعات تلقائيا، ولا يحتاج لتدخل البنوك المركزية للتأثير على سعر الصرف، وإنما يقتصر دورها على المراقبة للتوفيق بين العرض والطلب، في حين كانت تدخلاتها في النظام الثابت من خلال تراكم الاحتياطات الدولية، التي أصبح الاحتفاظ بها أمرا غير ضروري، والقدر الكبير منها هو عبارة عن نقد أجنبي من أجل الاستفادة من الفوائد.

---

(١) أحمد محمد جاهين، مرجع سابق، ص٢٤.

- هذا النظام يسمح بتتبع سياسة اقتصادية ونقدية مستقلة وأكثر مرونة، يمكنها التكيف والتفاعل مع الصدمات ذات الأصل الداخلي أو الخارجي وامتصاص آثارها، وذلك بتقرير ما تراه السلطات مناسبا، سواء فيما تعلق بالعمالة أو أسعار الفائدة وكمية النقود، ولا تكون هناك أسباب تسمح للمنظمات الدولية مثل صندوق النقد الدولي لتقديم توجيهاتها.
- يسمح هذا النظام بحرية التجارة الدولية بالقضاء على القيود في العلاقات الاقتصادية والنقدية الخارجية.فضلا عن ذلك فإن هذا النظام يمكن أن يخفف من مسؤولية السلطات النقدية عن انخفاض قيمة العملة، لأنه ناتج عن قوى السوق.

ثالثا: معيار عدد أسعار الصرف ومدى مباشرته

قد يكون لعملة دولة ما سعر واحد وقد يأخذ بنظام تعدد أسعار الصرف، بمعنى أن يكون للوحدة من النقد الأجنبي عدد من الأسعار بالنسبة لعملة الارتباط ألا وهي العملة المحلية حيث يخصص كل سعر لتسوية نوعية معينة من المعاملات كما هو الحال عندما تأخذ الدولة بالإجراءات التالية :[١]

- سعر صرف تفضيلي لصادرات معينة ترغب الدولة في تنشيطها.

(١) محمد كمال الحمزاوي، مرجع سابق، ص ٢٥.

- سعر صرف تفضيلي للواردات من السلع الإستراتيجية والغذائية.
- سعر صرف سياحي يطبق على النشاطات السياحية داخل الدولة بغية تنشيطها.
- تقرير سعر صرف حسابي يطبق على المعاملات التجارية التي تتم بين دولتين.

وتتبع معظم دول العالم نظام سعر الصرف المباشر وفيه تعتبر العملة الأجنبية بمثابة سلعة يتحدد سعرها بالعملة المحلية، ففي سوق الصرف الأجنبي بالجزائر يمثل بسعر الأورو الأوروبي عدد وحدات الدينار التي يتم دفعها مقابل الحصول على أورو واحد، من هنا كان التعريف العادي لسعر الصرف بدولة ما هو عدد الوحدات من النقد المحلي اللازم مقابل الحصول على وحدة واحدة من النقد الأجنبي. وبالمقابل لسعر الصرف المباشر يوجد نظام سعر الصرف غير المباشر والذي يتمثل في عدد الوحدات من العملة الأجنبية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من النقد المحلي. وتعد المملكة المتحدة في مقدمة من يأخذ بالنظام غير المباشر، كذلك تأخذ به بورصة نيويورك فيما يعرف بمعدلات الدولار الأوروبية. وعموما فإنه في أي تحويل يتم بين طرفين يطبق أحدهما المفهوم المباشر بينما الآخر المفهوم غير المباشر.

رابعا: معيار البعد الزمني

وفقا لهذا المعيار يمكن تقسيم سوق الصرف الأجنبي إلى قسمين الأول يتم فيه بيع وشراء النقد الأجنبي مع التسليم الفوري للعملة محل البيع لذلك يطلق عليه السوق الفورية للنقد الأجنبي، و يطلق على السعر في هذه السوق اسم السعر الفوري أو الحاضر spot rate وهو السعر الجاري الذي تتم به المعاملات الجارية.

أما في السوق الثانية فيتم إبرام عقود البيع والشراء اليوم على أن يتم التسليم في تاريخ ما مستقبلي، ولذلك يطلق عليها اسم السوق الآجل. ومن الطبيعي فإن سعر الصرف الأجنبي الآجل سيرتفع عن السعر الفوري أو الحاضر كلما طالت المدة بين تاريخ التعاقد (اليوم) وبين تاريخ الدفع (المستقبلي) ويصحب ذلك بطبيعة الحال تدهور بسيط في قيمة العملة الوطنية.[١]

ويلاحظ أن الآجال التي قد يتم التعاقد بصددها على أسعار الصرف قد تصل لأكثر من خمس سنوات بالنسبة للعملات الرئيسية. أما العملات الأخرى فإن الأسعار الآجلة بالنسبة لها لا تتعدى عاما واحدا في العادة. وبصفة عامة نجد أنه كلما طال الأجل:[٢] زادت صعوبة حصول المتعامل على سعر مناسب، وانخفض عدد المتعاملين.

---

(1) Clark,J.R. Thies,Clifford F.Wilson.j, **Macroeconomics for Managers,** Allyn and Bacon, ,singapor ,1990, pp241-242.

(٢) كوننكس ريموند، **التعامل في الصرف الأجنبي**، ترجمة حليم وهبة، عربية للطباعة والنشر، مصر، ١٩٩١، ص ص ١٣، ١٤.

إضافة إلى ذلك أفرز تطو أسواق الصرف الأجنبي الدولية بعض الأسعار الأخرى المرتبطة بهذين السوقين،(*) وهو ما سنحاول دراسته في المبحث الموالي المتعلق بدراسة سوق الصرف.



(*) سنعود للحديث عن معيار البعد الزمني في الفقرة الموالية

المبحث الثاني

سوق الصرف

عرفت الأزمنة القديمة أشكالا بدائية لأسواق الصرف الأجنبي في المناطق التي شهدت نشاطا تجاريا حيث أمتهن البعض عمليات الاستبدال كما هو الحال في القدس و أثينا و كذا الإسكندرية في العهدين البطليموسي و الروماني، وفي القرون الوسطى قامت المدن الإيطالية بدور بارز في المجال المصرفي ليبدأ ظهور الأسواق الناشئة للصرف.

ويعبر سوق الصرف الأجنبي عن السوق الذي يتم فيه تبادل العملات فيما بينها، و هو بذلك يساهم في تحديد أسعار العملات أي تحديد سعر الصرف.[١] ويعتبر هذا السوق الإطار المؤسسي الذي يتم من خلاله هذا التبادل و هذا التحديد.[٢] و سوق الصرف الأجنبي ليس كباقي الأسواق المالية أو التجارية الكلاسيكية أين يشترط وجود مكان معين يجتمع فيه البائعون و المشترون، بل يقتصر الأمر في هذا السوق على التعامل من خلال أجهزة التلفزة و التلكس والفاكس داخل غرف التعامل بالصرف الأجنبي في البنوك العاملة في مختلف

---

[1] Philippe D'arvisemet, Jean Pierre Petit, **Economie internationale**, dunod, Paris, 1999, P19.

(٢) زينب حسن عوض الله، **الاقتصاد الدولي" نظرة عامة على بعض القضايا"**، الدار الجامعية، الإسكندرية، ١٩٩٨، ص ٨٠.

المراكز المالية تعمل ٢٤ ساعة على ٢٤ ساعة، و هذا نتيجة اختلاف التوقيت في هذه الأسواق.[١]

المطلب الأول: وظائف سوق الصرف الأجنبي

إن وظيفة سوق الصرف الأجنبي لا تقتصر على مجرد تحديد أسعار الصرف، وإنما تشمل وظائف لأخرى تتمثل في:

أولا: تحويل القوة الشرائية بين الدول

فالوظيفة الأساسية لأسواق الصرف الأجنبي هي تحويل الأموال أو القوة الشرائية من دولة إلى أخرى، و يتم عادة هذا التحويل عن طريق التحويل التلغرافي، الذي هو عبارة عن شيك يرسل بالبرق بدلا عن البريد، و من طريقه يصدر أحد البنوك المحلية تعليماته إلى بنكه المرسل في مركز نقدي أجنبي بأن يدفع قدرا معينا من العملة المحلية السائدة هناك إلى أي شخص أو منشأة حساب.[٢]

ثانيا: تقديم الائتمان اللازم لتمويل التجرة الخارجية

ويتم ذلك عن طريق قيام أحد البنوك بمنح ائتمان، فعندما يقوم البنك بفتح اعتمادات بالعملات الأجنبية أكثر من حجم الودائع لديه فإنه يكون قد منح ائتمانا لتمويل التجارة الخارجية.

---

(١) عبد المجيد قدي، **المدخل إلى الأساسيات الاقتصادية الكلية - دراسة تحليلية تقييمية -**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص١٠٨.

(٢) محمد أحمد السريتي، **التجارة الخارجية**، الدار الجامعية،القاهرة،٢٠٠٩ ، ص٢٤٩.

ثالثا: تغطية مخاطر الصرف الأجنبي

حيث يقوم سوق الصرف الأجنبي بمساعدة المستثمرين الماليين على تجنب مخاطر الصرف الأجنبي والقيام بعملية التغطية، ذلك أن أسعار الصرف الأجنبي عادة تتقلب عبر الزمن فان أي شخص عليه القيام بدفع أي تسليم مبالغ مالية بعملة أجنبية في تاريخ لاحق سيتعرض لمخاطرة أنه سوف يتعين عليه أن يدفع أكثر أو يتسلم أقل مما يتوقع بدلالة العملة المحلية ويمكن تغطية هذه المخاطر في الصرف الأجنبي خلال عملية التغطية، وعادة ما تتضمن اتفاق على شراء وبيع كمية معينة من الصرف الأجنبي في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه اليوم (عادة ٣ أشهر من تاريخه).[١]

و تختلف أسواق الصرف و المعاملات التي تتم فيها، و من خلالها باختلاف الزمان و المكان والظروف و الأحوال الاقتصادية التي تحيط بها، و في هذا المجال يمكن التمييز جغرافيا بين السوق الدولية للصرف الأجنبي والسوق المحلية، و زمنيا يمكن تقسيم العمليات التي تتم في أسواق الصرف إلى العمليات الحاضرة و العمليات الآجلة.

(١) وسام ملاك، مرجع سابق، ص ١٩٦.

المطلب الثاني: التقسيم الجغرافي لأسواق الصرف

يعتبر سوق الصرف الأجنبي مـن أكثـر الأسـواق اتحـادا وسـعة في العـالم، وتتوافر له وسائل اتصال فورية بين المراكز المالية العالمية، وهو يضم مختلـف أسـواق العملـة مثـل الجنيـه الإسـترليني، الـدولار، الـين، الأورو وغيرهـا[١].

وتنقسم أسواق الصرف الأجنبي جغرافيا إلى أسواق دولية و أسواق محلية. كما تنقسم الأسواق الدولية إلى أربعة مجموعات رئيسية كما يلي:

أولا: الأسواق الأوروبية

تعتبر السوق الأوروبية السوق الأم بالنسبة لعمليات الصـرف و قـد بـدأت تاريخيا كسوق للدولار الخـارج مـن أمريكـا، و منطقـة تجمـع للودائـع دوليـة النشاط في بنوك أوروبا، و من أهم المراكز في السـوق الأوروبيـة نجـد كـل مـن "لندن، فرانكفورت، زيوريخ، باريس"، بالإضافة إلى مراكز أقل أهمية في كل من "أمستردام، بروكسل، كوبنهاجن، جنيف، لكسمبورج، مدريد، ميلانـو، أسـلو، روما، ستكهولم". و يبدأ العمل في هذه الأسواق بعد ساعتين أو ثـلاث سـاعات بعد بدأ العمل في أسواق الشرق الأوسط.[٢]

---

(١) بسام حجار، **نظام النقد العالمي وسعر الصرف**، مرجع سابق، ص٩٧.

(٢) إسماعيل إبراهيم الطرد، **إدارة العملات الأجنبية** ، مطبعة الروزنا، الأردن، ٢٠٠١، ص ١٨.

ثانيا: الأسواق الأمريكية

بعد الحرب العالمية الثانية، تعاظمت موارد الولايات المتحدة الأمريكية وتزايد الطلب على الدولار، مما ساهم في بروز أسواق صرف أمريكية تتمتع بحرية تعاملات في ظل أوضاع اقتصادية مواتية، على عكس ما كان الأمر عليه في أوروبا، ومن أهم الأسواق الأمريكية: "نيويورك، شيكاغو لوس أنجلس، تورنتو في كندا"، وتفتح الأسواق أبوابها في هذه المجموعة بعد ٠٥ ساعات من أسواق أوروبا.

ثالثا: أسواق الشرق الأقصى و أسواق الشرق الأوسط

تتميز هذه المجموعة بكونها أول من يفتح أبوابها للتعامل نظرا لموقعها الجغرافي الذي تشرق فيه الشمس بداية، و من أهم هذه الأسواق :"طوكيو، هون كونج، سنغافورة".

وعن مجموعة أسواق الشرق الأوسط فقد ازدادت أهميتها بازدياد إيرادات النفط في بعض هذه الدول، وتفتح أسواقها بعد ٠٥ ساعات من العمل في أسواق الشرق الأقصى، ومن أهم أسواق المجموعة: البحرين، دبي، الرياض.

رابعا: أسواق أخرى

توجد أسواق أخرى للصرف الأجنبي في مناطق كثيرة من العالم، في "الفلبين، أستراليا، جنوب إفريقيا، غرب أوروبا، البحرين"، و لكنها لا تعتبر مراكز كبيرة.

وبالمقابل تنشأ أسواق الصرف المحلية في معظم الـدول بغـرض اسـتبدال العملة المحلية بالعملات الأجنبية، وقد تتعدد أسـواق الصـرف داخـل الدولـة الواحدة، كما هو الأمر في معظم الدول النامية، وقد تتوحد في سوق واحدة، و إذا ما تم ذلك يشكل البنك المركزي و البنوك التجارية و المؤسسات المالية سـوقا محلية شبه موحدة، يتم خلالها التعامل بالعملات الأجنبية وفق أسـعار صـرف تكاد تكون مقاربة، أي ضمن حدود هوامش ضيقة.[١]

فمن أجل تحقيق الهدف التجاري من خلال بيع وشراء العملات الصـعبة، تقوم البنوك التجارية أيضا بعملية المضاربة لتحقيـق الـربح نتيجـة الفـارق بـين أسعار الشراء.

وعندما تتعدد أسواق الصرف المحلية يتم فصل السوق الرسـمية ممثلـة في البنك المركزي عن المتعاملين الآخرين، وقد يتم إنشاء سوقين أو أكثر للصرف الأجنبي (السوق الموازية أو السـوق غيـر الرسـمية) و تتعامـل هـذه الأسـواق بأسعار صرف أعلى من سعر الصرف الرسمي.

---

(١) ميكائيل نواك، **"الأسواق السوداء في العملات الأجنبيـة"** ، مجلـة التمويـل و التنميـة، مـارس ١٩٨٥، ص ٢٥.

المطلب الثالث: المتعاملون في أسواق الصرف الأجنبي

يتعدد المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي بتعدد عمليات البيع و الشراء للعملات الأجنبية، و في طليعة هؤلاء المتعاملين:

أولا: البنوك التجارية

تقوم أسواق الصرف الدولي على أكتاف البنوك التجارية، و الجانب الأعظم من إجمالي العمليات التي تتم بواسطة هذه البنوك يكون على المستوى المحلي، السوق الداخلية للبنوك (Marché interbancaire).

وغالبا ما تتم هذه العمليات عن طريق الوسطاء. حيث أن البنوك تعرض عن البوح بمراكزها للمنافسين في ذات السوق. و يظل اسمها في طي الكتمان خلال قيام الوسيط بمهامه.

وتتدخل البنوك التجارية في السوق بغرض تنفيذ أوامر زبائنها و لحسابها الخاص، فأعوان الصرف العاملون في البنوك يجمعون أوامر الزبائن، يقومون بالمقاصات و يحولون إلى السوق الفائض من عرض أو طلب العملات الصعبة، ويتوفرون على أجهزة إعلام آلي تتضمن آخر الأسعار المطبقة بين البنوك في مختلف الساحات المحلية العالمية.

ومهمة أعوان الصرف هي معالجة الأوامر قصد تمكينها من الحصول على

أفضل سعر و تحقيق مكاسب لصالح بنوكهم،[١] و من هنا يتجلى بوضوح الدور المزدوج لهذه البنوك في سوق الصرف.

ثانيا: البنوك المركزية

تختلف دوافع اشتراك البنوك المركزية في أسواق الصرف عن دوافع البنوك التجارية و إن كانت تتفق معها في أنها تتولى القيام بالأعمال المصرفية وما تتطلبه من بيع وشراء مختلف العملات الدولية فتدخل البنوك المركزية من خلال عمليات السوق المفتوحة على العملات الأجنبية من جهة و من جهة ثانية لتنفيذ أوامر الحكومة باعتبارها بنوك الدولة من أجل حماية مركز العملة المحلية أو بعض العملات الأخرى.[٢] و يكون على البنوك المركزية التدخل في سوق الصرف طبقا لبعض الترتيبات كاتفاقية صندوق النقد الدولي (F.M.I).كما قد تتعامل البنوك المركزية في سوق الصرف بصفة رسمية مكشوفة (Assum High Profile) ، كما تلجأ إلى خدمات السماسرة لتعمل في شكل مستمر، ولتجنب التأثير على عرض النقود يقوم البنك المركزي بما يدعى "التدخل المعقم"،

---

(١)عبد المجيد قدي، المدخل إلى الأساسيات الاقتصادية الكلية - دراسة تحليلية تقييمية- ، مرجع سابق، ص١٠٨.

(2) PAUL.R. Krugman, Maurice Abtfeld, **Economie Internationale**, de Boeck Université, 3eme édition ,Belgique, 2001, P 385.

ويمكن لهذا الأخير أي يؤثر على سعر الصرف من خلال قناتين هما:[(١)]

١- **قناة تغير الأسعار النسبية للأصول المحلية والأجنبية:** حيث تقوم السلطات النقدية بتعقيم شراء المواطنين للعملات الأجنبية. وذلك عن طريق قيامها بشراء السندات المحلية.

٢- **قناة التوقعات**: بما أن المتعاملين يعتقدون أن السلطات النقدية لديها معلومات أكثر من تلك التي بحوزتهم حول أسواق الصرف، فإنهم مباشرة بعد شعورهم بتدخلها في الأسواق يقومون بتعديل توقعاتهم حول سعر الصرف، وفقا لاتجاه تدخل الحكومة، فإذا كان التدخل في شكل شراء للعملة فإن سعر الصرف ينخفض.

ثالثا: سماسرة الصرف

يعتبر السماسرة وسطاء نشطين يتم من خلالهم إيصال البائعين بالمشترين من خلال تجميع أوامر الشراء أو البيع للعملات الصعبة، كما يقدمون النصائح المتعلقة بالبيع أو الشراء و يسعون إلى الحفاظ على السرية في ذلك، و أغلب السماسرة لديهم إمكانيات متقدمة، و وسائل اتصال مباشرة بالعديد من البنوك،

---

(١) علي توفيق الصادق وآخرون، **"السياسات النقدية في الدول العربية"**، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، سلسلة بحوث ومناقشات، حلقات العمل، أبو ظبي، العدد ٠٢، ١٩٩٦، ص ٢٧.

إذ تلجأ البنوك إلى خدماتهم في الأوقات التي لا ترغب فيها الالتزام بتقديم عروض حينما تكون الأسواق مضطربة أو سريعة الحركة.

ومع تطور العمل المصرفي ظهر ما يعرف بالسماسرة الإلكترونيين، و هم عبارة عن شبكات إلكترونية خاصة تعمل في أسواق الصرف الدولية، عارضة أسعار العملات الدولية و مقدمة للخدمات الإرشادية مقابل رسوم أو عمولات مختلفة مثل وكالة "رويتر"REUTER (١٩٩٨) – شبكة (E.B.S) (١٩٩٣) – و تضم ١٤٤ مؤسسة مالية. وتشكل بيوت السمسرة (courtage houses) نشاطات هامة للغاية في بريطانيا والولايات المتحدة، ففي لندن ونيويورك ينفذ جزء كبير من المعاملات بواسطة السماسرة المستقلين الذين يعملون لحساب البنوك، وتتم مكافأتهم من قبل لجنة السماسرة.[1]

رابعا: المؤسسات المالية الأخرى

وهي عبارة عن مؤسسات غير بنكية ذات دور بالغ الأهمية في سوق الصرف نتيجة لنشاطها المتزايد في الأسواق، و تتمثل أساسا في صناديق الاستثمار، صناديق التقاعد، شركات التأمين الشركات العالمية،...الخ. فمنذ بداية عقد التسعينات، أصبحت المؤسسات المالية غير المصرفية من ضمن أهم

---

(١) سعود جايد مشكور العامري، **المالية الدولية نظرية وتطبيق**، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان الأردن، ٢٠٠٨، ص ١١٢.

المتعاملين في أسواق الصرف، وهذه المؤسسات تشـتمل عـلى الفـروع الماليـة للمجموعــات الصــناعية إلى جانــب الفــروع المــذكورة، وعــلى المســتثمرين المؤسساتيين.

والمستثمـرون المؤسساتيون هـم المشـاركون غــير المصـرفيين الأكثــر أهميـة في سوق الصرف، وهؤلاء يشملون صناديق التقاعـد وشـركات التـأمين، ورؤوس الأمـوال المـدارة لحســاب الآخـرين، وصـناديق الاسـتثمار ودوائـر المصارف التجارية المكلفة بإدارة ثروات زبائنها الخاصين.

أصــبح المســتثمرون المؤسســاتيون وكبــار الأثريــاء مــن المتعــاملين الأساســيين، لأن المســؤولين عــن إدارة رؤوس الأمــوال هــذه ركــزوا عــلى التوظيفات في الخارج، بغية تنويـع المخـاطر وتحسـين المـردود. تـدخلات هؤلاء في سوق الصرف ليست الغاية منها ببساطة حيازة العملات أو التغطية من مخاطر الصرف، فعندما أظهرت أزمات النظـام النقـدي الأوروبـي في العـامين ١٩٩٢ و١٩٩٣، لم يتردد مديرو رؤوس الأموال هذه في الإقـدام عـلى عمليـات موازنة لأسعار الصرف وعلى عمليات المضاربة

ولا يوظف المستثمرون المؤسساتيون حاليا إلا جزءا ضئيلا من مـواردهم في أصول أجنبية (10% تقريبا بالنسبة للأوروبيـين و5% بالنسـبة للأمـريكيين)، لكن المبالغ الإجمـالية المدارة تبقى فـي النهاية، عظيمة الأهمية، ففي نهايـة عـام

١٩٩٤ قدر أن المئتي مستثمر مؤسساتي الأكبر حجما (١٠٠ أمريكي و١٠٠ أوروبي) كانوا يديرون حوالي ١٠٠٠ مليار دولار من الأصول المحررة بالعملات الأجنبية، هذا عدا عملاتهم الوطنية. إن هذا الرقم يعكس نشاطا مغريا للمستثمرين المؤسساتيين في أسواق الصرف. وهذا النشاط هو على مزيد من التوسع نتيجة للأسباب الآتية:

- ميل مديري رؤوس الأموال إلى التوسع في تنويع استثماراتهم على المستوى الدولي.
- ثقل المستثمرين لم يتوقف عن التعاظم، ففي الولايات المتحدة على سبيل المثال كان هؤلاء يحوزون على 8.5% من مجموع الأصول المحررة بالدولار، وقفز هذا الرقم إلى ٥ ,٢٠% في العام ١٩٩٠.

و يعتمد نشاط هذه المؤسسات في سوق الصرف على توظيف نسب صغيرة من مواردها المالية بأصول أجنبية بغرض تسديد الالتزامات المترتبة عليها نتيجة تعاملها بالاستيراد، و عادة ما تلجأ هذه المؤسسات إلى التعامل مع البنوك كبيرة الحجم، و كمثال للنشاط بالغ الأهمية لهذه المؤسسات، قامت ٢٠٠ مؤسسة استثمار سنة ١٩٩١ بتوظيف حوالي ٨٠٠٠ مليار دولار و وظفت ٦٠٠ مليار دولار في أصول أجنبية قابلة للارتفاع.

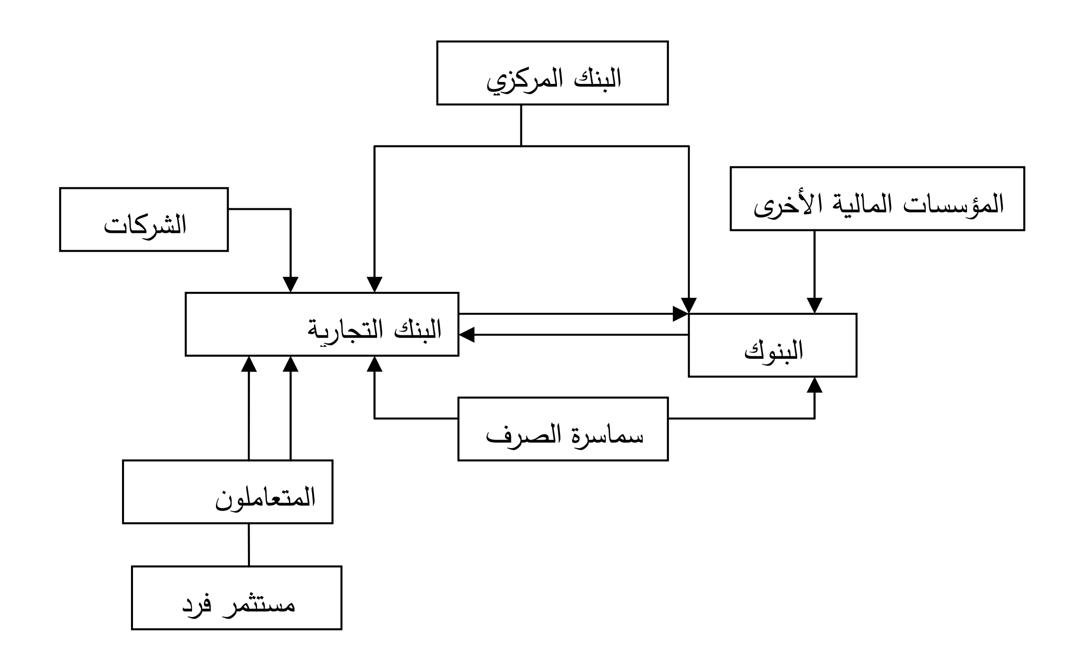
كما نجد من بين المتعاملين في سوق الصرف العملاء الخواص الذين

يتدخلون في سوق الصرف بطريقة غير مباشرة بهدف إشباع حاجياتهم من العملات الصعبة، من خلال بيع و شراء هذه العملات باسم أحد البنوك العاملة في سوق الصرف و المستثمرين الذين يبادلون العملة المحلية بالعملات الأجنبية لتسوية معاملاتهم الدولية.[١] و يتكون العملاء الخواص أساسا من المستوردين و المصدرين والسياح، و نجد من بين فئة العملاء الخواص فئة ذات دور بالغ الأهمية في سوق الصرف، ألا و هي فئة المضاربين، الذين يحتفظون بالعملات الأجنبية بغرض الاستفادة من الفرق بين السعر الآجل والسعر الحاضر و ذلك بتحمل نوع من المخاطرة.

---

(١) عرفان تقي الحسني، مرجع سابق، ص ١٧٨.

الشكل (5.1): أهم المشاركين في سوق العملة



المصدر: بسام حجار، **نظـام النقـد العـالمي وسـعر الصـرف**، دار المنهـل اللبناني، لبنان، ٢٠٠٩، ص٩٧.

المطلب الرابع: عمليات الصرف الأجنبي

تتنوع المعاملات التي تتم في أسواق الصرف حسب تنوع و أغراض المتعاملين و نشاطهم، فهناك المعاملات التي تعتبر المصدر الأساسي لقيامها والتي لولاها لما وجدت هذه الأسواق أصلا كعمليات المقاصة الدولية، وهناك معاملات خلقتها الأسواق نفسها و اكتشفها المتعاملون أثناء بحثهم عن فرص الربح كعمليات التغطية، و هناك عمليات هدفها الاستفادة من التناقضات الموجودة في أسواق الصرف مثل المضاربة، وعليه فإن من أهم عمليات الصرف الأجنبي:

أولا: العمليات الحاضرة والعمليات الآجلة

تتمثل العمليات الحاضرة (SPOT Transactions) في العمليات التي يتم فيها تسلم العملات المتبادلة (المشتراة أو المباعة) خلال يومي عمل بخلاف اليوم الذي تم فيه التعاقد على العملية، حيث تتيح هذه الفترة (يومين) وقتا كافيا للمتعاملين لتسوية التزاماتهم المالية عبر حساباتهم الدائنة والمدينة، ويسمى سعر الصرف الذي يدخل في مثل هذه المعاملات بسعر الصرف الفوري.

وتعتبر أسعار العملات الحاضرة الأساس الذي تحسب من خلاله أسعار العمليات الآجلة، و إن كان هناك تأثير متبادل بين الأسعار في السوقين الحاضر

و الآجل، و تعتبر العمليات الحاضرة الأكثر أهمية في سوق الصرف إذ تحتل حوالي ٥٠% من إجمالي عمليات الصرف كما أنها تحظى بالاهتمام الكبير من وسائل الإعلام.[١]

وتتمثل العمليات الآجلة في العمليات التي يتم الاتفاق أو التعاقد عليها في الوقت الحاضر على أن يتم تسويتها آجلا بأسعار صرف متفق عليها حاليا.[٢] ويلجأ المستثمرون إلى عمليات الصرف الآجلة لتجنب خطر تقلبات أسعار صرف العملات المحددة في الصفقة خلال فترة تاريخ إبرام العقد إلى تاريخ تنفيذه.

ويلاحظ أنه كلما طال أجل التسليم انخفض سعر الصرف الآجل، و يرجع ذلك إلى احتمالات توقع انخفاض قيمة العملة الأجنبية في المستقبل مما يؤدي إلى إجراء خصم على السعر الحالي بين العملتين الأجنبية و الوطنية، أما إذا توقع البائع و المشتري ارتفاع قيمة العملة الأجنبية بالنسبة لقيمة العملة الوطنية في المستقبل فإنه يتم في هذه الحالة إضافة علاوة إلى السعر الحالي.

وبصفة عامة فإنه في ظروف السوق العادية تحدد الأسعار الآجلة لتبادل

---

(1) B.Sodersten, **Intertional Economis** , London , Mac Millair.1971,P 218.

(٢)مروان عوض، العملات الأجنبية: الاستثمار والتمويل، النظرية والتطبيق، عمان، الأردن، ١٩٨٨، ص ١١٥.

عملتين (في وقت لاحق) بمقدار الفرق بين أسعار الفائدة السائدة في بلدي هاتين العملتين.[١]

ويمكن الجمع بين العمليات العاجلة والعمليات الآجلة بالعمليات المزدوجة Swap Transactions إذ يتم شراء (أو بيع) عملة مقابل أخرى في السوق الحاضرة، و في نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الآجلة لبيع العملة التي سبق شراؤها (أو شراء العملة التي سبق بيعها) من السوق الحاضر.

وعمليات المبادلة الأكثر استعمالا هي: اليوم-غدا، غدا- بعد غد، أربعون إلى اثنين و سبعين ساعة، شهر، شهرين، ٣، ٦، ١٢ شهر، و يمكن أن تمتد إلى خمس سنوات.[٢]

وأهم ما يميز العمليات المزدوجة، أنها تشمل عمل عمليتين مرتبطتين، إحداها حاضرة و الأخرى آجلة، إلا أنها يمكن أن تتم بين عمليتين آجلتين، ولكن هذا قليل الحدوث. وتجري التفرقة في سوق الصرف بين عملية الشراء والبيع الآجل المفردة، و عملية الشراء و البيع الآجل المزدوجة، و قد تثبت العمليات المزدوجة بعقد واحد، أو بعقدين منفصلين أحدهما للشق الحاضر منها وثانيها للشق الآجل منها.

---

(١) مدحت صادق، **النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي**، دار غريب، القاهرة، ١٩٨٨، ص ١٥١.

(2) Philippe Darvisenet, jean Pierre Petit , op.cit, P 343.

ثانيا: مستقبليات و خيارات العملة الأجنبية

مستقبليات العملة الأجنبية عبارة عن أدوات مالية تلزم حائزها في تاريخ معين للتسوية في المستقبل بأن يقوم بشراء (إذا كانت الفترة طويلة)، أو بيع (إذا كانت الفترة قصيرة) مقدار محدد من عملة أجنبية. و عادة ما يقوم المتعاملون بغلق أوضاعهم المكشوفة قبل حلول تاريخ التسوية، و ذلك عن طريق إيجاد وضع تعويضي.

إن شراء عقد مستقبليات العملة الأجنبية معناه المراهنة على ارتفاع قيمة العملة، و تتم التسوية على أساس العامل من سوق لآخر حيث يتم إضافة المكاسب اليومية (أو الخسائر) إلى حساب البائع (أو الخصم منه) لدى السمسار الذي يتعامل معه.[١] وتتسم هذه العقود بما يلي:

- التعامل في العقود المالية والمستقبلية على أنها عقود تتم من خلال مزاد علني في سوق منظم.
- العقود المستقبلية هي عقود نمطية و موحدة من حيث كمية العملة و نوعها و شهور التسليم.
- تكلفة التعامل في الجلسات المفتوحة للمزاد العلني تميل للانخفاض.

---

[١] سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، **النقود والتمويل الدولي**، تعريب محمد حسن حسني، ونيس فرج عبد العال، دار المريخ، الرياض،٢٠٠٧، ص٤٥.

- يتم تسليم العملات المتعاقد عليها من خلال غرفة المقاصة التي تتألف من أعضاء السوق و تقع عليها مسؤولية تسوية الصفقات و ضمان تنفيذها.

وتتكون مستقبليات العملة الأجنبية من عنصرين هامين هما:

١ - نظام الهامش في العقود المستقبلية:

يعتبر نظام الهامش ذا أهمية خاصة في سوق العقود المستقبلية، إذ يتعين على كل طرف من أطراف التعاقد إيداع نسبة من قيمة العقد، أي هامش مبدئي لدى الوسيط الذي يتعامل معه و ذلك فور إبرام العقد، وهذا الهامش لا يعتبر دفعة مقدمة أو عربون من ثمن العملة موضوع العقد، و إنما يودع كضمان لحماية أطراف الصفقة من مخاطر تخلف أي منهما عن الوفاء بالتزاماته الناتجة عن العقد، و تختلف قيمة الهامش حسب التغيرات التي تطرأ على الأسعار في السوق و حسب ما ينص عليه العقد، وتتراوح غالبا بين نسبة ١,٠% و ١٠% من القيمة الاسمية للعقد.[١]

٢- غرفة المقاصة في سوق العقود المستقبلية:

غرفة المقاصة هي ركن أساسي من أركان سوق العقود المستقبلية، فهي التي تقوم بتسوية الصفقات المالية بين أعضاء السوق، و تسهيل تدفق الأرصدة

(١) مدحت صادق، مرجع سابق، ص ص ١٧٩، ١٨٠.

الناتجة عن تنفيذ العقود و تلعب غرفة المقاصة دورا هاما بتحملها المخاطر الائتمانية التي تترتب على العقود المستقبلية في هذه الصفقات، حيث لا تكون التزامات كل من البائع و المشتري تجاه أحدهما الآخر، و إنما يكون التزام كل منهما اتجاه غرفة المقاصة، و هو ما يتطلب منها متابعة انتقال العقد من يد إلى يد بالبيع و الشراء، و عندما يحين تاريخ التسليم المحدد في العقد تقوم غرفة المقاصة بوضع ترتيبات لكي يقوم البائع الذي باع للمشتري الأصلي بتسليم المشتري الأخير الأصل موضوع العقد.[١]

أما بالنسبة لموعد التنفيذ للعقد المبرم فيأخذ شكلين، فعند الالتزام بممارسة الحق في تاريخ معين فإن ذلك يتبع عقود الخيار الأوروبية، بينما إعطاء حق التنفيذ لعقد الخيار خلال المدة المحصورة ما بين الاتفاق و حتى انتهاء صلاحية العقد يتبع نموذج عقود الخيار الأمريكية.[٢] .

كما يمكن تلخيص حالات الربح و الخسارة بالنسبة إلى خيارات الشراء والبيع في موعد التنفيذ في الجدول التالي:

---

(١) شوقي ناجي جواد، **إدارة الأعمال الدولية**، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٢، ص ٢٢٠.

(٢) محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية**، دار الشروق للنشر والتوزيع ، عمان، ٢٠٠٥، ص ١٢٧.

جدول (١ , ١): حالات الربح و الخسارة لخيارات الشراء و البيع عند موعد التنفيذ

نتيجة الخيار	خيار الشراء	خيار البيع
الخيار المربح	سعر السوق > سعر التنفيذ تنفيذ العقد	سعر السوق < سعر التنفيذ تنفيذ العقد
الخيار الخاسر	سعر السوق < سعر التنفيذ لا ينفذ العقد	سعر السوق > سعر التنفيذ لا ينفذ العقد
الخيار المتكافئ	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ

المصدر: محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية**، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٥، ص ص ١٢٧، ١٢٨.

ثالثا: المضاربة

تعد المضاربة Spéculation إحدى أهم العمليات التي تتم في سوق الصرف، إذ يهدف المضاربون إلى تحقيق أرباح من خلال شراء العملات عندما تكون منخفضة السعر و الانتظار حتى ترتفع أسعارها لبيعها من جديد والاستفادة من هذا الاختلاف في الأسعار.[١]

وعليه يعتبر عنصر المخاطرة أحد أهم مميزات المضاربة، فالتنبؤات

(١) محمد كمال حمزاوي، مرجع سابق، ص ٢٢٧.

المستقبلية الخاصة بأسعار العملات يكتنفها جزء من عدم الدقة و المصداقية مما يعرض المضاربين إلى خسائر ناتجة عن الفرق بين الأسعار المستقبلية والأسعار الحاضرة للصرف، و يتخذ المضارب لنفسه موقفا محددا أو مكشوفا (open position) بالنسبة للعملة التي يضارب عليها في المستقبل، كما أنه على علم بما يحتويه هذا الموقف من مخاطر.

أصبحت المضاربة مسؤولة إلى حد كبير عن حالة عدم الإستقرار في أسواق الصرف، كما أنها تعتبر سببا أساسيا في زيادة حجم التعامل في الأسواق، إذ يمثل نشاط المضاربة إلى جانب المراجحة ما يقارب ٩٥% من الحجم السنوي لمبادلات الصرف التي تتم عبر العالم، الأمر الذي أدى بالبنوك المركزية إلى إعادة التفكير في التدابير و الوسائل الحمائية التي يمكن أن تستخدمها ضد هجمات المضاربين و تتمثل هذه الوسائل أساسا في:[١]

- عمليات تغطية البنوك لمعاملات العقود الآجلة.
- التدخل الآجل بواسطة البنك المركزي.
- توفير الائتمان.
- قيود مقايضات العملة الأجنبية.

(١) **تدفق رأس المال الاستدامة و هجمات المضاربة على العملة**، مجلة التمويل و التنمية ،مجلد ٣٤، العدد ٤ ديسمبر ١٩٩٧.

رابعا: التغطية

يقصد بعمليات التغطية Hedging Transaction تلك العمليات التي تهدف إلى تحويل مقابل أصول مستثمرة في عملة ضعيفة، أو يخشى انخفاض قيمتها إلى عملة أخرى قوية من أجل حماية تلك الأصول أو الحقوق، و بنفس الكيفية تغطى الالتزامات المقومة بعملات يخشى ارتفاع أسعارها.[(١)]

فمن الواضح أن تلك العمليات تبرم لتغطية أو لتفادي مخاطر سعر الصرف المرتبطة بعمليات تجارية، أو تلك المرتبطة بالاحتفاظ بأصول أو التزامات بقيم يعبر عنها بعملة أجنبية، فطالما أن القيمة التي يتفق عليها في تعاقدات التصدير أو الاستيراد السلعي أو الخدمي سيتم الوفاء بها في تاريخ مستقبل لأحد طرفي التعاقد بعملة أجنبية، فإنه تنشأ مخاطر متعلقة بتغير سعر الصرف الحاضر لهذه العملة فيما بين وقت التعاقد و وقت الوفاء، و يكون دور التعاقد الآجل في تفادي الخسارة التي يواجهها أحد الطرفين نتيجة التغير في سعر الصرف.

فالمصدر الذي يخشى انخفاض في سعر صرف العملة الأجنبية التي يقبض بها حصيلة صادراته، يلجأ إلى التعاقد الآجل، بينما يلجأ المستورد لهذا التعاقد لتجنب الخسارة التي تنشأ من ارتفاع سعر العملة الأجنبية كما أن المستثمر

---

(١) سيد عيسى، <u>أسواق وأسعار صرف النقد الأجنبي</u>، مطبوعات معهد الدراسات المصرفية، القاهرة، ١٩٨٤، ص ٣٥.

الذي يخشى من انخفاض محتمل في القوة الشرائية لاستثماراته بعملة معينة نتيجة هبوط في سعر صرف هذه العملة، فإنه يلجأ إلى التغطية بالبيع الآجل لما يمثل القيمة الدفترية لاستثماراته. وتسبب عملية التغطية كثيرا من الإزعاج في أسواق الصرف خاصة عندما تشير التوقعات إلى احتمال تغير سعر صرف عملة ما بمعدل كبير، أي إذا ما بقي سعر الصرف العاجل على حاله و لم يعرف الانخفاض طول مدة العقد الآجل.

خامسا: المراجحة

من بين العمليات التي تتم في سوق الصرف الآجل عمليات المراجحة Arbitrage،[1] و هي عبارة عن عمليات تهدف إلى تحقيق ربح من خلال الاستفادة من الفارق السعري في سعر صرف عملة معينة بين سوقين أو أكثر في آن واحد، و ذلك عن طريق شراء العملة في السوق منخفضة السعر في السوق الحاضرة، و بيعها في السوق المرتفعة السعر في السوق الآجلة. و الهدف من المراجحة هو توزيع الأموال بين المراكز المالية المختلفة من أجل تحقيق أعلى معدل عائد ممكن، و بتجنب مخاطر سعر الصرف.

(١) يقصد بلفظ (ARBITRAGE) المراجحة أو الموازنة، و يترجمه البعض التحكيم، و يفضل استخدام لفظ المراجحة، لأن التحكيم مسألة لها طبيعة قانونية و ليست اقتصادية.

وبلغت القيمة الكلية للمعاملات الجارية في أسواق الصرف الأجنبي حوالي تريليونين دولار في بداية العقد الأول من هذا القرن، علما بأن القيمة الكلية لاحتياطات العملات الأجنبية لبلدان IMF قد بلغت في نهاية ١٩٩٨ أكثر من 1,6 ترليون دولار، هذه التطورات تحققت في أسواق الصرف الأجنبي نتيجة لعوامل عدة نذكر منها: [١]

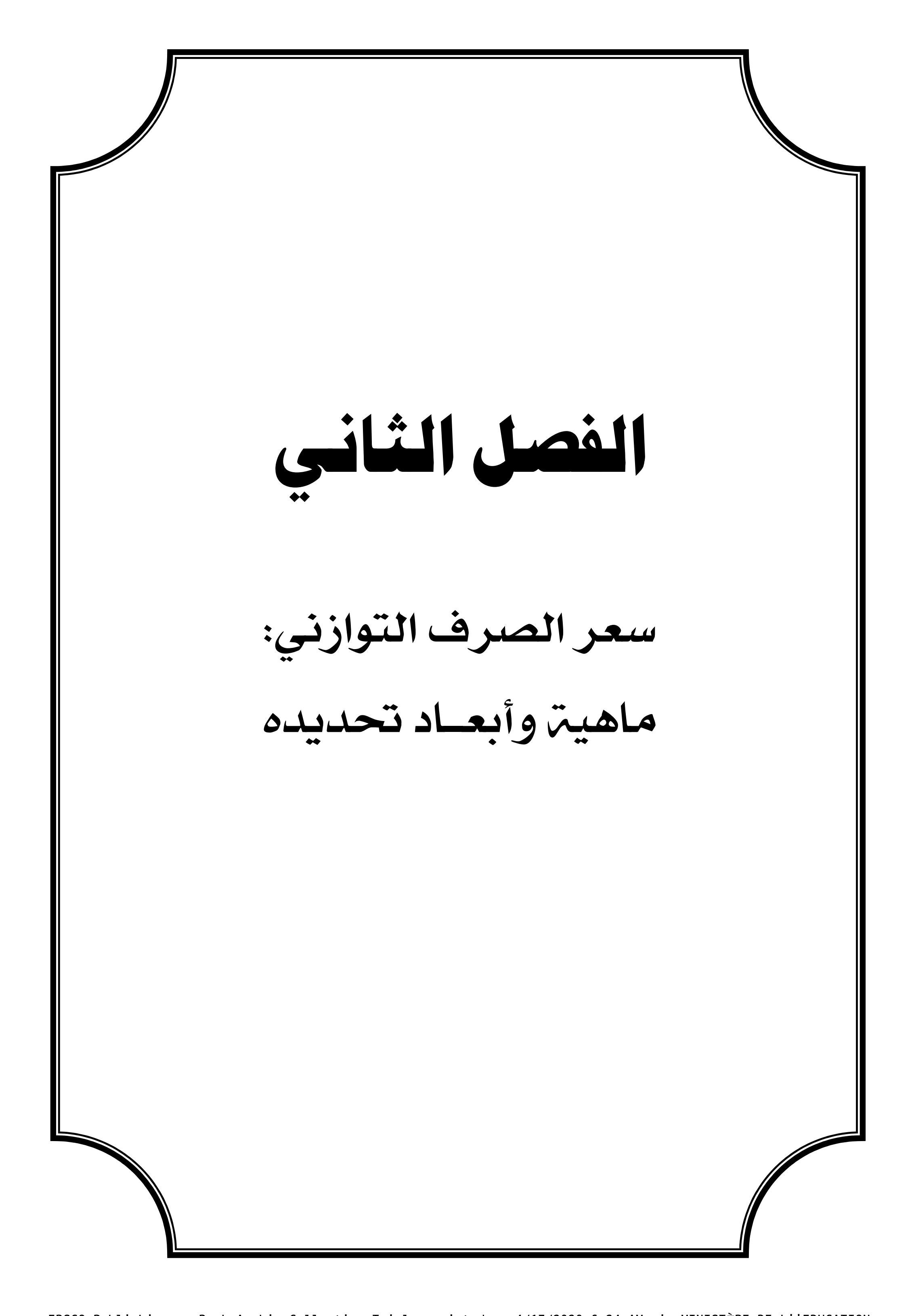
- تعاظم العولمة الاقتصادية مع تزايد انفتاح الاقتصاديات القومية بما فيها اقتصاديات التخطيط المركزي الشمولية في شرقي أوروبا وآسيا والاقتصاديات المختلفة شبه المغلقة ضمن مجموعة (العالم الثالث).
- تطور أسهم تكنولوجيا المعلومات بمختلف أجهزتها وشبكاتها ونظمها ومؤسساتها في استمرار نشاطات الصرف الأجنبي وعلى مدار الساعة وذلك لما أنعكس على هذا التطور من تعزيز قدرات الأسواق المعنية على خزن وتحليل ونشر المعلومات، وكذلك من تسهيل إجراء التحويلات وتعديل الأسعار وتصفية الأسواق.
- بظهور أسواق جديدة للاستثمارات المالية الدولية زادت درجات التأكد في المعاملات الاقتصادية التي شهدت توسعات كبيرة ومن أهم هذه الأسواق يمكن الإشارة إلى أسواق المشتقات Dérivative Markets

(١) هوشيار معروف، **تحليل الاقتصاد الدولي**، دار جرير، عمان، الأردن، ٢٠٠٦، ص ٢٨٣.

لعقود المستقبليات Futures والآجلات Forwards والخيارات Options والمقايضات Swaps.

وبدراستنا لسوق الصرف نكون قد ألقينا لمحة بسيطة على المكان الطبيعي الذي يتحدد فيه سعر الصرف، وعن العمليات التي تتم في هذا السوق. و جدير بالذكر الذكر أن الهدف الأساسي لكل سوق هو تحقيق التوازن فيه من خلال توازن المتغيرات التي تحدده التي من بينها سعر الصرف. وعليه فسنتطرق في الجزء الموالي إلى سعر الصرف التوازني و إلى أهمية تحديد أبعاد توازنه من أجل الوقوف على الآثار المتوقعة لانحرافه عن مستوياته التوازنية





الفصل الثاني

سعر الصرف التوازني:
ماهية وأبعـاد تحديده

تمهيد:

تعددت الدراسات الخاصة بصياغة الحركات طويلة الاتجاه لسعر الصرف الحقيقي و بدراسة المكونات و المحددات الأساسية لهذا السعر مما أفرز نتائج مختلفة في هذا المجال، وقد انصبت معظم هذه الدراسات على الاقتصاديات المتطورة، في محاولة لإيجاد مستوى توازني لسعر الصرف الحقيقي أما في الاقتصاديات النامية فنلاحظ شح الدراسات الخاصة بهذا الموضوع، وتعد دراسة (Cashin- Cespeds- Salay 1989) من أبرز الدراسات التي اهتمت بدراسة سلوك سعر الصرف الحقيقي في الدول منخفضة الدخل و بالخصوص تلكم التي تعتمد في مواردها على موارد تصدير سلعة واحدة (كالمحروقات) إذ بينت هذه الدراسة أن أسعار السلع المصدرة و سعر الصرف الحقيقي ينتقلان معا .

كما بينت دراسة Domac, Shabsigh (1999) على دول أمريكا اللاتينية وأفريقيا دليلا يدعم وجهة النظر بأن الارتباط بين تقلبات سعر الصرف الحقيقي والنمو الاقتصادي يكون قويا،حيث ناقش فكرة أنه بينما أثر عدم استقرار سعر الصرف الحقيقي سلبا على نمو الصادرات في أمريكا اللاتينية، فإن استقرار سعر الصرف كان جوهر تشجيع الصادرات في شرق أسيا.

وتعد دراسة Edwards (1999) أحدى أهم الدراسات في هذا المجال،

حيث بين أنه يوجد سببين أساسيين يوضحان الاهتمام المتزايد بموضوع انحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني، أولهما أن المغالاة المستمرة تعطي إنذارا مبكرا وقويا لأزمة عملة، وثانيا أن انحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني المتكرر دوريا يرتبط بنمو اقتصادي أقل في الفترة المتوسطة وطويلة الأجل.

من هذا المنطلق سنتناول موضوع سعر الصرف التوازني في هذا الفصل من خلال النقاط التالية:

- مفهوم سعر الصرف الحقيقي التوازني.
- الآثار الاقتصادية المترتبة عن انحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه المرغوب.

المبحث الأول

مفهوم سعر الصرف الحقيقي التوازني

يرتبط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد العالمي من خلال ثلاثة أسواق هي: سوق السلع، سوق الأصول، و سوق عوامل الإنتاج، فالسلع إما أن يتاجر بها (traded) أو لا يتاجر بها (non traded) أي لا تدخل في التجارة الخارجية، وعليه فسوق السلع تنقسم إلى سوق محلي و سوق عالمي يتم التعامل فيهما بأسعار مختلفة يربط بينها سعر الصرف.

ويمكن تعريف العلاقة بين السوق المحلي و السوق العالمي بسعر صرف حقيقي TCR يمثل نسبة سعر السلعة في الاقتصاد المحلي بالعملة المحلية إلى سعر السلعة في السوق العالمية بالعملة المحلية.

المطلب الاول: مفهوم سعر الصرف الحقيقي

يهتم سعر الصرف الحقيقي بتأثير التضخم على سعر الصرف الاسمي لبلد ما وذلك من خلال الصيغة التي تجمع الرقم القياسي لمستويات الأسعار في البلد المعني والرقم القياسي لمستويات الأسعار في البلد المقارن:[١]

---

(١) العباس بلقاسم، "**أساسيات أسعار الصرف**"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد٢٣، نوفمبر٢٠٠٣، ص٠١.

$$TCR = E.\frac{P^*}{P} \quad ....(2.1)$$

حيث: P: المستوى العام للأسعار في الاقتصاد المحلي

P^*: المستوى العام للأسعار في الاقتصاد الأجنبي

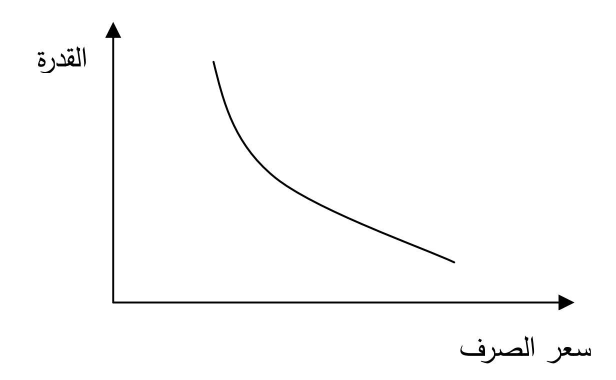
E: سعر الصرف الاسمي في الاقتصاد الأجنبي

فسعر الصرف الحقيقي هو السعر النسبي للسلع المتبادلة إلى السلع غير المتبادلة ما يحدد من خلاله عدد وحدات السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية و بالتالي فهو يقيس القدرة على المنافسة، هذه الأخيرة التي ترتبط بعلاقة عكسية بسعر الصرف الحقيقي، فكل زيادة في سعر الصرف الحقيقي تؤدي إلى انخفاض في القدرة التنافسية للاقتصاد المحلي، وبالتالي زيادة الأرباح و الإيرادات و العكس صحيح.[١]

---

(١) مروان عطون، **أسعار صرف العملات**، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، ١٩٩٢، ص ٣٢٠.

الشكل رقم (2.1): العلاقة بين القدرة التنافسية و سعر الصرف الحقيقي



المصدر: صندوق النقد العربي، **سياسات إدارة أسعار الصرف في البلدان العربية**، العدد الثالث، أبو ظبي، سبتمبر ١٩٩٧، ص ٢٣.

وبافتراض ثبات الأسعار الدولية، فإن سعر الصرف الحقيقي سوف يعكس ارتفاع (انخفاض) قيمة سعر الصرف أو تخفيض قيمة سعر الصرف الحقيقي في التكلفة المحلية لإنتاج السلع الداخلة في التجارة، ومن ثم تحسن (تدهور) القدرة التنافسية الدولية، و عليه فإن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي يعد مؤشرا للارتفاع النسبي لأسعار السلع الداخلة في التجارة، وبالتالي يصبح هذا القطاع أكثر ربحية من غيره من القطاعات مما يعد حافزا للمستثمرين لزيادة حجم استثماراتهم في هذا القطاع، و بالتالي فإنه على المستوى الكلي سوف يحدث تحولا للموارد من قطاع السلع غير الداخلة في التجارة إلى قطاع السلع الداخلة في التجارة.

مقاييس حساب سعر الصرف الحقيقي

تتعدد المقاييس الإحصائية لحساب سعر الصرف الحقيقي، وأول هذه المقاييس هو المقياس الذي يعتمد على مؤشر المستوى العام للأسعار، أما المقياس الثاني فيعتمد على قانون السعر الواحد المستخدم في نظرية تعادل القوة الشرائية، إذ يعتبر أن سعر الصرف الحقيقي هو نسبة سعر السلع القابلة للاتجار إلى السلع غير القابلة للاتجار، و المقياس الثالث يعتمد على قيمة الأجور النسبية المحسوبة بالدولار.

وعليه يمكن اعتبار سعر الصرف الحقيقي مؤشر أسعار يساوي الواحد الصحيح في سنة الأساس يفسر تغير مستواه التغير الحقيقي في الأسعار، فالانخفاض في قيمته يعد تحسنا حقيقيا لوضعية السلع المحلية تجاه نظيراتها الأجنبية.

إلى جانب هذه المقاييس الخاصة بسعر الصرف الثنائي يوجد مفهوم آخر لسعر الصرف الحقيقي وهو سعر الصرف المتعدد الحقيقي أو ما يسمى بسعر الصرف الفعلي، الذي يستخدم عند التعامل مع مجموعة من الشركاء التجاريين بأسعار صرف مختلفة، وذلك بقياس متوسط مرجح لسعر السلع بإعطاء وزن لكل شريك تجاري يعتمد على حصة هذا الشريك في التجارة الخارجية.

سعر الصرف الفعلي الحقيقي يساوي سعر الصرف الفعلي الاسمي معدلا بالفرق المثقل للأسعار الأجنبية و المحلية، حيث يمكن حسابه بالعلاقة التالية:

$$r_e = n_e - (f_p - d_p) = n_e - r_p \quad .... (٢,٢)$$

المطلب الثاني: سعر الصرف التوازني

يرمز التوازن إلى توازن الأسواق (السلع، العمالة ورأس المال)، كما قد يرمز إلى تساوي العرض والطلب في سوق واحد، وعليه فالتوازن يمكن أن يعرف بأنه السعر الذي يتم على أساسه تبادل كل السلع في السوق. وإذا ما عرفنا سعر الصرف التوازني لعملة بلد ما على هذا الأساس، يكون سعر التوازن لهذه العملة مقابل عملة أخرى هو السعر الذي يتحقق به تساوي العرض والطلب على تلك العملة بصرف النظر عن أثر المضاربة وحركات رؤوس الأموال غير العادية.[1] وسعر الصرف شأنه شأن أي سعر لسلعة ما، فإذا كنا بالنسبة للسلع والخدمات نقول بأن السعر المتوازن هو فكرة نظرية لا تتحقق عمليا، والأمر كذلك بالنسبة لسعر الصرف المتوازن الذي يعبر عن تصور نظري لا يتحقق عمليا نظرا لديناميكية العلاقات الاقتصادية النشطة. ومن ثم فقلما تتساوى الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة من سلعة ما، بل يتذبذب السعر يوميا بتغير الظروف، وهناك من يرى أنه يمكن بواسطة مقارنة حركات أسعار العملة الوصول إلى تقدير غير دقيق للسعر المتوازن للعملة. وعلى أية حال فإن سعر الصرف المتوازن سريع التغير بين لحظة وأخرى وإن لم تتغير العوامل المؤثرة في تحديده مثل المعروض النقدي أو الطلب الحقيقي على النقود وذلك إذا ما

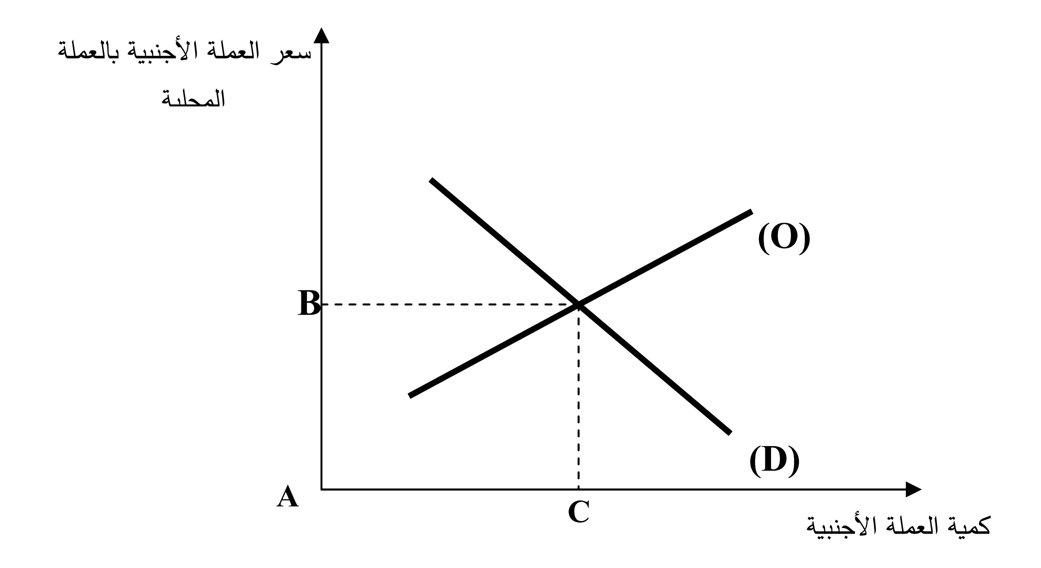
---

(١) محمد ناظم محمد حنفي، **مشاكل تحديد سعر الصرف و تقييم العملات**، الهيئة العامة المصرية للكتاب، القاهرة، ١٩٩٩، ص٣٨.

حدث تغير في مكونات الإنتاج المحلي من السلع المحليـة أو السـلع الأجنبيـة. وهو ما يعني حدوث تغير في الطلب المحلي عـلى الـواردات الأجنبيـة. ويمكـن توضيح السعر المتوازن للعملة بيانيا في الشكل (٢ , ٢).

ويرتبط مبدأ التوازن في سوق الصرف بمدى الدور الذي تلعبه سياسة سـعر الصرف في إطار السياسة الاقتصادية الكلية للبلد، لذلك نجد أن الهـدف الـذي يعهد لإدارة سعر الصرف يختلف مـن اسـتقرار النمـو ومعـدلات التضـخم إلى الحفاظ على وضع ميزان المدفوعات عن مستويات قابلة للاستمرار.

الشكل (٢،٢): توازن سوق الصرف



المصدر: محمد أحمد السربيتي، **التجـارة الخارجيـة**، الـدار الجامعيـة، الإسـكندرية، ٢٠٠٩، ص ٢٧٤.

وفي هذا الصدد يلاحظ أنه عادة ما يحدد استقرار نمو معدلات التضخم كأهم أهداف سياسة سعر الصرف في البلدان المتقدمة التي عادة ما تتميز بالاستقرار النسبي في ميزان المدفوعات، بالإضافة إلى غياب ظاهرة تسارع التضخم في عدة حالات قليلة وظرفية، بالمقابل نجد أن معظم الدول النامية وفي مقدمتها الدول ذات المديونية الخارجية المرتفعة تركز بشكل أكبر على اعتماد الحفاظ على نوع من ميزان مدفوعات قابل للاستمرار كهدف رئيسي لسياسة إدارة سعر الصرف، في حين أن عددا من الدول النامية الأخرى اتخذت (لفترة زمنية محددة) هدف تقليص معدلات التضخم كهدف رئيسي، وذلك لشدة الاختلالات الناجمة عن تسارع التضخم في بلادها، ما أضر بكل جوانب الاستقرار الاقتصادي بما فيها الحفاظ على وضع ميزان المدفوعات، لذا فإن مبدأ توازن سعر الصرف نسبي من حيث طبيعة الاقتصاد المعني وموقعه من الدورة الاقتصادية، بالإضافة إلى مدى حجم وعمق الاختلالات التي يتسم به.(١)

أبعاد تحديد التوازن: يكتسب مبدأ توازن سعر الصرف أبعادا كثيرة أهمها: البعد الزمني، تعدد الشركاء التجاريين، الفارق في الأسعار، تباين سعر التوازن وسعر السوق.

---

(١) صندوق النقد العربي، سياسات إدارة أسعار الصرف في البلدان العربية، مرجع سابق، ص ٢٥.

١- البعد الزمني:

لتحديد توازن سعر الصرف أسلوبان مختلفان هما: التوازن الساكن والتوازن المتحرك (الديناميكي)،يشير التوازن الساكن إلى أن سعر الصرف التوازني ثابت وأن تقلبات سعر الصرف ناتجة عن الدورة الاقتصادية، فضلا عن الصدمات الاقتصادية المحلية والخارجية، وعليه فإن كل تقلبات سعر الصرف هي بمثابة انحرافات عن التوازن و يتوقع أن تزول بعد فترة ليعود سعر الصرف إلى توازنه.

أما التوازن المتحرك فيهتم بأثر الصدمات الهيكلية (مثل شروط التبادل التجاري، وارتفاع الإنتاجية، والإصلاحات الضريبية الهيكلية) على تحرك توازن سعر الصرف، وفي ضوء ذلك، ينظر الأسلوب الثاني إلى حركة سعر الصرف على أنها تعكس - بالإضافة إلى أثر التقلبات الدورية - أثر الصدمات الهيكلية التي يستمر أثرها في المستقبل ولا يعد ضمن الانحرافات عن سعر التوازن.

وتجدر الملاحظة أن هناك فرقا أساسيا بين الأسلوبين الأول والثاني في نظرتهما إلى التوازن. ذلك أن الأسلوب الأول ينظر إلى التطورات الهيكلية السابقة على أنها ستستمر في المستقبل، وبالتالي لا يتوقع أي تغير في سعر التوازن الذي يعكس بطبيعته هذه التطورات، بينما يستشرف الأسلوب الثاني تطورات

هامة وأساسية جديدة من شأنها أن تحرك هذا التوازن فتجلعه ديناميكيا، متبعة بذلك نفس الأسلوب المستخدم في تقييم الأصول المالية بالنظرة المستقبلية.[١]

٢- تعدد الشركاء التجاريين:

بالإضافة إلى البعد الزمني، يأخذ مبدأ توازن سعر الصرف بالاعتبار تعدد الشركاء التجاريين كمبدأ ثان، لذلك فإنه يقاس على أساس سعر الصرف الفعلي، والذي هو عبارة عن متوسط مرجح لعدد من أسعار الصرف الثنائية، ولهذا يجب أن يتضمن مؤشر سعر التوازن مبدأ تعدد الأطراف، وتضمن سعر الصرف التوازني هذا البعد يزيد العملية القياسية شيئا من التعقيد، وذلك من حيث خيار المتغيرات، ثم إدراج المتغيرات ذات الأثر في عملية التقدير، خاصة عند استخدام نموذج كامل، فإن المتغيرات التي يحويها، وإن كانت عالمية يمكن أن تكون مرتبطة ببعضها البعض.

٣- الفارق في الأسعار:

يعد اعتماد سعر الصرف الحقيقي، أو الأخذ بعين الاعتبار فارق التضخم بين الاقتصاد المحلي والعالمي عامل مهم في تحديد سعر الصرف التوازني، وهذا الاعتبار هام جدا في قياس التوازن، خاصة وأن مؤشر سعر الصرف التوازني سيستخدم كمعيار للقدرة التنافسية النسبية للاقتصاد المحلي مقارنة

---

(1) Caves, Richard E Jeffrey A Franjel and Ronald w Jones, **World trade and Payments, An introduction** Harper,collins College Publishers, Sixth edition, 1993, PP 579-590.

بالخارج، وذلك من حيث العرض والطلب على السلع ورأس المال المحلي والعالمي، وما للأول من أثر على تخصيص الدخل المحلي بين استهلاك وادخار وللثاني من أثر في توجيه الاستثمار المحلي والعالمي بين الاقتصاد المحلي والخارجي.[١]

٤- تباين سعر التوازن وسعر السوق:

بما أن سعر الصرف التوازني المعني في هذا الإطار ليس بالضرورة نفس سعر الصرف السائد بالسوق، وإنما هو مؤشر يعكس عوامل ذات أبعاد مختلفة وهي عادة ما تكون متوسطة أو طويلة المدى، في حين أن سعر السوق يعكس في كل لحظة آخر التطورات الاقتصادية التي تبلغ أنباؤها السوق، بكل ما تتسم به من تأخر وما تحتويه من غموض، فإن حركة سعر السوق عادة ما تتجاوز حركة سعر التوازن (Overshoots) ، ويذكر في هذا الصدد عدد من الأسباب، ومن أهمها بطء تكيف أسواق السلع والعمالة مقارنة بسوق المال، حيث أنه بسرعة ما تعكس أسعار الفائدة وسعر الصرف أثر توسع نقدي مثلا، في حين لا ينعكس أثر هذا الأخير على أسواق السلع والعمالة إلا بعد فترة، ومن الأسباب الأخرى التي يمكن ذكرها في هذا المجال أيضا، النقص في المعلومات وتأخر تدفقها إلى السوق المالي إضافة إلى غموض محتواها، فضلا عن ضعف درجة الإحلال بين الأصول

---

(١)صندوق النقد العربي، سياسات إدارة أسعار الصرف في البلدان العربية، مرجع سابق، ص ٢٥.

المالية المحلية والخارجية نتيجة لمخاطر الصرف والمخاطر الأخرى المتعلقة بالدولة، من مخاطر سياسية وتشريعية وغيرها، وكذلك سلوك التوجه الجماعي الذي يميز المتعاملين في الأسواق بما فيها سوق المال، وبالإضافة إلى هذه الأسباب التي تميز أسعار أسواق الصرف في الدول المتقدمة بشكل خاص والدول الأخرى المتبعة لنظام صرف مرن (أو معوم) بدرجة أقل، يشكل ضيق السوق المالي في البلدان النامية والقيود الأخرى الموضوعة على حركة رأس المال عائقا آخرا إضافيا في طريق تكيف أسعار أسواق الصرف لتعكس سعر التوازن.



المطلب الثالث: عوامل تقلبات أسعار الصرف

بالنسبة لتقلبات أسعار الصرف الأجنبي، يجري التمييز عادة بين الحالات الثلاثة التالية:

١ - تقلبات غير منتظمة ترتبط بالتعويم الحر لأسعار الصرف وهي تأتي استجابة للتغيرات التي تحدث في الطلب والعرض السائدين، فمثلا أن الدولار خلال الفترة (١٩٨٥-١٩٨٨) انخفضت قيمته أمام الين بأكثر من ٥٠%، وخلال العامين ٢٠٠٤ و٢٠٠٥ و لأقل من اثني عشر شهرا خسر حوالي ثمن قيمته أمام الأورو.

٢- تقلبات دورية شبه منتظمة أحيانا تتبع حالات الكساد والرخاء التي تتوالى على الاقتصاديات السوقية الرأسمالية و تشمل مؤشرات الاقتصاد الكلي وفي مقدمتها الناتج الحقيقي و الإنفاق الاستثماري وتشغيل القوى العاملة والطاقة الإنتاجية الرأسمالية ومستويات أسعار السلع والخدمات والموارد والأصول والعملات، وهي تختلف غالبا من حيث شدة تأثيرها وفترات استمرارها ومجالات انعكاساتها المكانية والقطاعية والمؤسسية.

٣- تغييرات هادفة أو مخططة ضمن أطر السياسات التجارية والمالية والنقدية للدولة وذلك بهدف التأثير في حركات التبادلات الدولية للسلع والخدمات والأصول للبلد مع البلدان الأخرى، من خلال رفع

أو تخفيض سعر صرف العملة الوطنية. وهنا يكون محور الاهتمام تثبيط أو تحفيز الحركات المذكورة. ويبدو من دراسة ومتابعة تقلبات أسعار الصرف، أن عوامل عديدة تسهم في حدوثها أو تكريسها سواء كان ذلك بصورة مباشرة أو بصورة غير مباشرة، و نذكر من بين هذه العوامل:

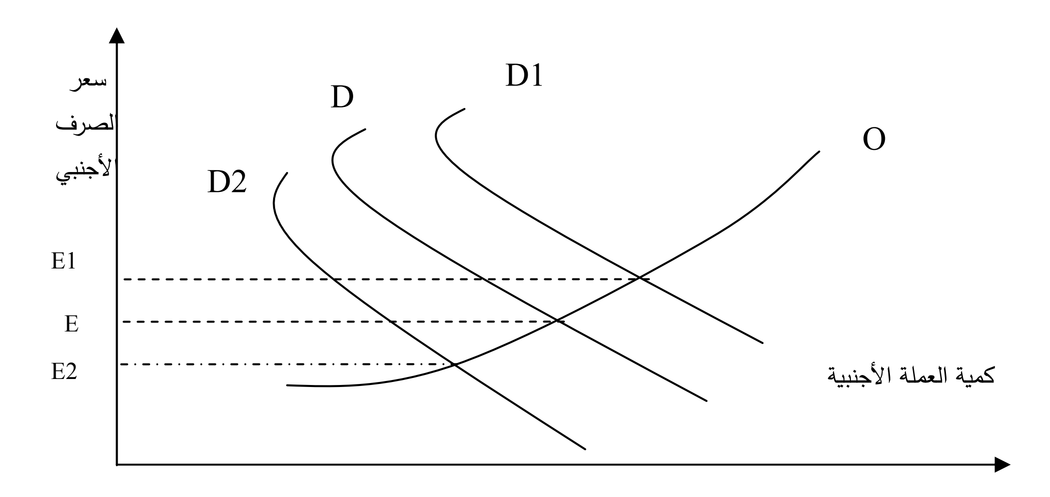
أ- التحول في أذواق و تفضيلات المستهلكين:

إن أذواق المستهلكين وتفضيلاتهم في بلد ما لا تتسم بالاستقرار اتجاه منتجات أي بلد حتى النهاية. فقد تتحول من منتجات بلد إلى آخر وهو ما ينعكس على أسعار الصرف الأجنبي لعملة البلد الذي يقل منه الاستيراد. وإذا كان التحول في الأذواق والتفضيلات يأتي بشكل مؤقت فإن آلية السوق قد تكون كفيلة باستعادة التوازن.

في الشكل (٣, ٢) يتحدد سعر الصرف الأجنبي التوازني بتقاطع منحنى الطلب D مع منحنى العرض O عند المستوىE، و بافتراض أن تفضيل مستهلكي البلد المحلي للسلع الأجنبية قد ازداد، فإن طلب المستهلكين على السلع الأجنبية ينتقل من موضعه إلى اليمين، مما يعني أن الواردات سوف تزداد بالرغم من ثبات سعرها بالعملة الأجنبية و ثبات سعر العملة المحلية. ونتيجة لهذا يرتفع الطلب على العملة الأجنبية لسداد قيمة الواردات، ويمثل هذه الحركة انتقال المنحنى من D إلى D1، ومع بقاء منحنى عرض العملة الأجنبية

عند الوضع O يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف التوازني من E إلى E1. وبنفس الفكرة ينتقل مستوى التوازني إلى النقطة E2 في حال أن التفضيل قد قل.

الشكل (٢,٣): أثر التغير في الأذواق والأسعار على مستوى توازن سعر الصرف



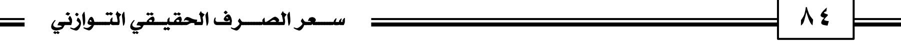
المصدر: محمد أحمد السربيتي، التجارة الخارجية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٩، ص ٢٦١.

غير أن تحول الأذواق و التفضيلات في الأمد البعيد قد يحمل تأثيرات سياسية واجتماعية وسيكولوجية تراكمية تزيد من ظاهرة الاختلال، ويبعد أكثر سوق الصرف الأجنبي عن نقطة التوازن الأولية. وعلى أية حال هناك أسباب مختلفة للتحول السابق منها: ردود أفعال الناس تجاه مواقف سياسية محددة

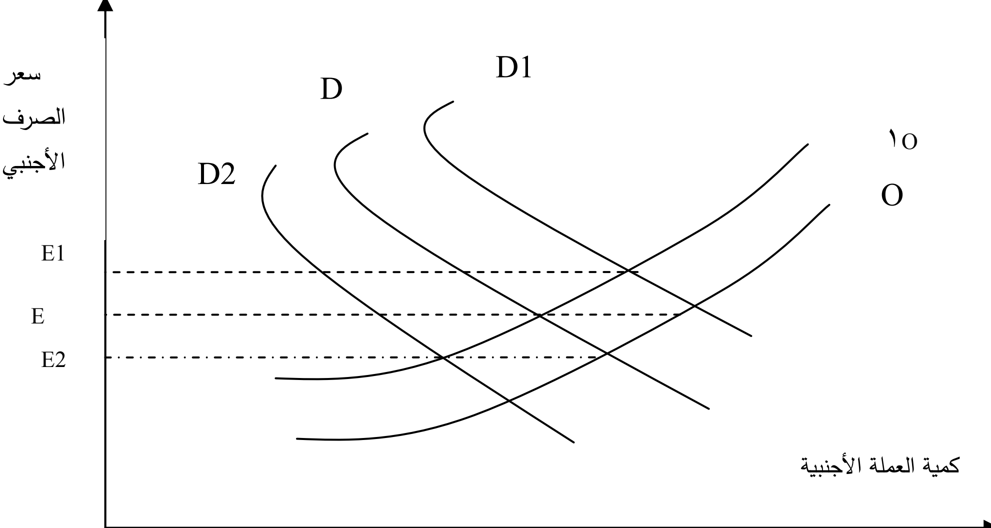
أو ظهور أمراض معدية مثل جنون البقر أو أنفلونزا الطيور أو تفشي الفساد في بعض الشركات الكبرى وما ينعكس عن ذلك من عدم الثقة بأدواتها الرأسمالية في الأسواق المالية وبالنتيجة ينخفض الطلب على السلع و/ أو الخدمات المنتجة من ذلك البلد (الآخر) وهذا ما يؤدي إلى تقليل الطلب على عملته – كما أشرنا سابقا – فتهبط هذه القيمة مقابل عملة البلد الأول (المستورد).

ب- تغيير الدخل النسبي:

يقصد بتغيير الوضع النسبي التفاوت في معدل و/ أو اتجاه تغيير متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي من بين البلدان المشاركة في التعامل الاقتصادي الخارجي. فمثلا إذا ارتفع هذا المتوسط في الولايات المتحدة وبقي أو انخفض في المملكة المتحدة فإن المقيمين في الولايات المتحدة يشترون كميات أكبر من منتجات مستوردة من الولايات المتحدة. وهذا ما يسهم في تحول منحنى عرض الدولارات إلى اليمين فينخفض سعر صرفها التوازني. وهذا يعني أن توسع الدخل الأمريكي نسبيا يستتبع انخفاض قيمة الدولار.



الشكل (٢,٤): أثر التغير في الدخل النسبي على مستوى توازن سعر الصرف



المصدر: محمد أحمد السربيتي، التجارة الخارجية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٩، ص ٢٦٣.

ج- تباين تغييرات مستويات الأسعار النسبية Relative Price levels:

ويقصد بهذا التباين، اختلاف مستويات أسعار (السلع والخدمات) المحلية فيما بين البلدان المشاركة في تعاملات اقتصادية دولية وهو ما ينعكس على أسعار الصرف لعملات هذه البلدان فيما بينها.(١)

(1) Caroline M. Betts. Timothy J. Kehoe, **Real Exchange Rate Movements and the Relative Price of Non-traded Goods**, Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report 415, October 2008, p3.

فمثلا عند حدوث تصاعد نسبي في مستويات الأسعار العامة في أسواق السلع و الخدمات في كندا مقابل انخفاض أو ثبات هذه المستويات في فرنسا فتصبح الأسعار النسبية في الأسواق الكندية أعلى مما في فرنسا، أي تكون المنتجات الفرنسية في نظر المقيمين في كندا وفرنسا أرخص من المنتجات الكندية وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع الطلب في كندا على المنتجات الفرنسية وإلى انخفاض الطلب في فرنسا على المنتجات الكندية. وبالنتيجة يزداد عرض الدولار الكندي على الأورو الأوروبي (المتداول حاليا في فرنسا كعملة رسمية) فتنخفض قيمة الدولار الكندي أمام الأورو الأوروبي.

وهنا يمكن لهبوط سعر صرف الدولار الكندي أن يعوض ارتفاع معدل التضخم في كندا. لأن تعديلات سعر الصرف تسمح للدول التي تعاني من معدلات عالية من التضخم أن تدخل في التجارة مع دول تسودها أسعار مستقرة للخدمات والسلع، إن انخفاض سعر صرف العملة الوطنية يعني ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية بنفس المعدل وبالتالي تنخفض أسعار السلع والخدمات السائدة في بلد التضخم والتي هي مقاسة بعملة أجنبية مستقرة لبلد آخر بالنسبة للمستهلك في ذلك البلد.

ومن ناحية أخرى يفترض أن نميز بين السلع المختلفة عند دراسة التأثيرات المتولدة عن تغييرات الأسعار النسبية لهذه السلع على أسعار الصرف الدولية

وذلك لاختلاف مرونات الطلب السعرية فيما بين السلع المختلفة، فمثلا بالنسبة لأسعار المواد الأولية (والتي منها البترول الخام) والمنتجات الغذائية فإنها تنقلب بمعدلات أشد وخاصة في الاتجاهات الهابطة بسبب انخفاض مرونات الطلب السعرية لها. ففي الفترة القصيرة أي انخفاض قليل في عرض البترول الخام يدفع بمستويات الأسعار إلى الأعلى وبالتالي ترتفع أسعار منتجات تصفية النفط والبتروكيماويات، كما ترتفع أسعار المنتجات السلعية والخدمية المعتمدة على البترول كمصدر للطاقة، وهنا قد يظهر اتجاهان متعاكسين في أسعار الصرف الأجنبي فمن ناحية كلما ارتفعت أسعار البترول الخام انخفضت أسعار صرف الدولار الأمريكي وذلك حيث تجري غالبية حسابات أسواق هذه المادة بالدولار، ومن ناحية أخرى تؤثر أسعار البترول الخام بشكل مباشر في مؤشرات الأسواق المالية والتي تخلق المناخ الذي من خلاله تعد التوقعات المستقبلية، فتتأثر بها أسعار الصرف الأجنبي في تقلباتها والتي قد ترتفع مع ارتفاع أسعار البترول الخام.

د- اختلاف التغييرات في أسعار الفائدة الحقيقية:

إن ارتفاع درجة حساسية الاستثمارات المالية تجاه تغييرات أسعار الفائدة الحقيقية (والتي تعدل حسب المعدلات المتوقعة للأسعار) يؤدي إلى انعكاس التغيرات في أسعار الفائدة فيما بين البلدان المشاركة في العلاقات الاقتصاديات

الدولية على هذه الاستثمارات، حيث يتغير الطلب والعرض في أسواق رؤوس الأموال نحو البلدان التي من المتوقع أن ترتفع فيها أسعار الفائدة (مع تعويض فروق مخاطر الانتقال)، وهذا ما يزيد الطلب على عملات هذه البلدان فترتفع أسعار صرفها[1].

ولا شك بأن المستثمرين والمتعاملين في الأسواق المالية لا يستجيبون فقط لتغيرات أسعار الفائدة وإنما تتأثر قراراتهم بالتفاوت الذي يحدث في هذه التغيرات، وكذلك بتباين المستويات العامة للأسعار في أسواق السلع والخدمات وذلك لأن التأثيرات الإيجابية لتغييرات أسعار الفائدة في جذب رؤوس الأموال قد تتلاشى أو قد تتحول إلى تأثيرات سلبية بسبب اختلاف الاتجاهات التضخمية فمثلا إذا تصورنا ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة وثبات هذه الأسعار في اليابان فإن رؤوس الأموال اليابانية تتجه نحو الولايات المتحدة مما يزيد الطلب على الدولار فيرتفع سعر صرفه مقابل الين، غير أنه عند ارتفاع المستوى العام للأسعار في الولايات المتحدة بأكثر من المستوى السائد في اليابان، وبما يعادل أو يفوق من فروق أسعار الفائدة بين البلدين فإن رؤوس الأموال اليابانية تتوقف في التوجه نحو الولايات المتحدة وبالتالي يقل الطلب على الدولار فينخفض سعر صرفه مقابل الين.

(1) Caves, Richard E Jeffrey A Franjel and Ronald w Jones ,op.cit, PP 585-590.

هـ- تزايد التدفقات المقاومة لرؤوس الأموال:

تنعكس المضاربة من خلال شراء وبيع الأدوات المالية على قيم العملات المتداولة في أسواق الصرف الأجنبي، فمثلا عند شراء الأصول الأمريكية في ألمانيا فلابد من عرض الأورو مقابل الطلب على الدولار، وهذا ما قد يسهم في رفع سعر صرف الدولار تجاه الأورو.

وهكذا فإن تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل يزيد الطلب على العملة الأجنبية وهنا فإن اشتداد التدفقات المضاربة لرؤوس الأموال يخلق اضطرابات في أسواق الصرف الأجنبي، مما ينعكس على قيمة العملة الوطنية تجاه العملات الأجنبية بتقلبات شديدة أحيانا.

و- التمايز الاستثماري:

إن توافر الظروف الملائمة الكفيلة في بلد ما يجذب الاستثمارات طويلة المدى بالإضافة إلى الاحتفاظ بمبالغ كبيرة من عملة هذا البلد في الخارج، وهذا ما يسهم بشكل مباشر في رفع سعر صرف العملة المعنية.[1] فمثلا في ثمانينات القرن الماضي ازداد الاستثمار الأجنبي المباشر في الولايات المتحدة لوجود عوامل تحفيزية عديدة، أهمها كانت الضرائب التفضيلية والمعدلات الحقيقية المتوقعة العالية لعوائد الاستثمار وأسعار الفائدة الاسمية المرتفعة (نسبيا) على

---

(1) Dominique Plihon, **Les taux de change**, édition la découverte, Paris, 1991, p89.

القروض طويلة المدى مع وجـود عملـة قويـة والشـعور بالأمـان والاسـتقرار السياســي، كــل ذلــك أدى إلى زيــادة تــدفق رؤوس الأمــوال إلى الأســواق والمؤسسات والمشروعات الاستثمارية الأمريكية، فازداد الطلب على الـدولار وبالنتيجة ارتفع سعر صرف هذه العملة تجاه العمـلات الأخـرى. وفي المقابـل فإن عدم الاستقرار السياسي في المكسيك في العام ١٩٩٤ دفع إلى هـروب رأس المال وهو ما أثر على الاستثمار الأجنبي الصافي في كل من المكسيك والولايات المتحدة فانعكس سلبا على سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية.

ي- التحول من نظام التثبيت إلى نظام التعويم لأسعار الصرف:

إن التحول في الترتيبات النقدية الدولية منذ بداية السبعينات قد أسهم في تحريـر حركات الأسعار من قيدها الأساسي الذي ساد سابقا في ظل نظـام أسـعار الصـرف الثابتة في إطار اتفاقية بريتن وودز لأن التوسع النقدي آنـذاك كـان يـؤدي إلى عجـز في ميزان المدفوعات واستنزاف الاحتياطات النقدية الحكومة (OSB) وقد كـان ذلـك كافيا للحذر والالتزام بعدم إجراء أي توسع نقدي يفضي إلى انخفاض سـعر صـرف العملة الوطنية ومن ثم إلى استنزاف الموارد المعنية، غيـر أنـه في ظـل نظـام التعـويم شعرت السلطات النقدية في الدول المختلفة بحرية أكبر في التوسع النقدي.

وفضلا عما سبق، فإن عملية التحول من نظـام أسـعار الصـرف الثابتـة إلى نظام الأسعار المعومة يرافقها عادة ارتباك عام في أسـواق العمـلات المتداولـة،

مما قد يؤدي إلى تقلبات عنيفة في أسعار هذه العمـلات كمـا حـدث بعـد انهيـار اتفاقية بريتن وودز حيـث لم يتـأقلم التجـار والمسـتثمرون مـع النظـام الجديـد للأسعار غير الثابتة للصرف فأفلست عدة بنوك دولية صـغيرة وتكبـدت غيرهـا خسائر تراوحت ما بين (٥٠) و(١٠٠) مليار دولار.[١]

وبعد سقوط أنظمة التخطـيط المركـزي الاشـتراكية في الاتحـاد السـوفيتي (السابق) وأوربا الشرقية تخلت الدول الجديدة عن الأسـعار الحكوميـة الثابتـة للصـرف الأجنبـي فانهـارت قـيم عملاتهـا في النصـف الأول مـن التسـعينات ليتضاعف سعر صرف الدولار أمام هذه العملات بعشرات الآلاف من المرات عما كانت عليه.

ويعتقد البعض بأن التعويم في هذا المجال أفضـل مـن التثبيـت، إذ يمكـن الاعتماد على آلية السوق ليتحقق استقرار أكبر مقارنة بنظام أسعار الصرف الثابتة وذلك لأنه في ظل سعر الصرف الأجنبـي، يـؤدي التوسـع النقـدي المفـرط إلى تخفيض سعر الصرف الأجنبي للعملة الوطنية، فترتفع تكاليف معيشة المقيمين بسبب ارتفاع المستوى العام لأسـعار السـلع والخـدمات المحليـة والأجنبيـة، وهذا ما يدفع إلى رفع معدلات الأجور وبالتالي إلى زيـادة الضـغوط الاجتماعيـة بغرض تقلـيص السياسـات النقديـة والماليـة التوسـعية، فتظهـر دورة معاكسـة لصالح سعر الصرف الأجنبي للعملة الوطنية.

(١) بيتر ج.كوبر، هونان كورتيس- دوغلاس، مرجع سابق، ص ٢٩.

وعلى أية حال تؤكد الوقائع أن الانتشار الواسع للتضخم خلال العقدين السابع والثامن من القرن الماضي، كان مصدره التوسع النقدي الأمريكي في ظل نظام أسعار الصرف الثابتة وقد كان للتضخم المستورد دور كبير في هذا الشأن، خاصة بعد أن اقترن هذا التضخم بالتوسع النقدي المحلي في ظل التعامل الدولي في إطاري أسعار الصرف الثابتة وأسعار الصرف المرنة، فمثلا[1] بعد الحرب العالمية الثانية وحتى العام ١٩٧١ كانت الحكومة البريطانية تتدخل في أسواق الصرف الأجنبي لتثبيت سعر صرف الجنيه أمام الدولار بينما لم تتدخل الحكومة الأمريكية في هذه الأسواق وبالتالي كان التضخم ينتقل بسهولة من الولايات المتحدة إلى المملكة المتحدة، وذلك بسبب زيادة الطلب على المنتجات البريطانية في الولايات المتحدة فازدادت الضغوط لرفع قيمة الجنيه الإسترليني أمام الدولار، ولكن مع استمرار تثبيت أسعار الصرف كان على السلطات النقدية البريطانية شراء الدولار مقابل الجنيه الإسترليني فتوسعت القاعدة النقدية البريطانية وارتفع معدل المضاعف النقدي فازداد الطلب الإجمالي، ومع بلوغ الناتج الحقيقي مستوى التشغيل الكامل كان معدل التضخم يرتفع بمعدلات أكبر.

([1]) Howord j. Shatz ,David G .Tarr, **Exchange rate overvaluation and trade protection**,The world Bank, Febrory 2000, pp 6-7.

المبحث الثاني

الآثار الاقتصادية المترتبة عن انحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه المرغوب

إن قلة الدراسات المهتمة بالآثار الاقتصادية الناجمة عن وجود انحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني أدى إلى اقتصارها على الرفاهة، حيث يشير الانحراف إلى أن سعر صرف العملة مقوم بأعلى (أدنى) من قيمتها التوازنية المرغوبة، أي أن تكون العملة الوطنية مقومة بأعلى (أدنى) من قيمتها الحقيقية، الأمر الذي يؤدي لا محالة إلى جملة من الآثار السلبية على الأداء الاقتصادي للدولة.

و فيما يلي سنحاول أن ندرس الآثار المترتبة عن المغالاة في تحديد سعر الصرف في مرحلة أولى، لنتعرض في مرحلة ثانية إلى دراسة تخفيض العملة والآثار المترتبة عليه.

المطلب الاول: المغالاة في تحديد سعر الصرف

أولا: مفهوم المغالاة

نقول عن عملة بأنها مقدرة أكبر من قيمتها الحقيقية، عندما يكون سعرها الرسمي يفوق سعرها في السوق الحر، في الحالة التي تنتج فيها هذا الأخير عن المضاربة. ولا يمكن أن نتكلم عن تجاوز العملة لقيمتها الحقيقية إلا إذا كان

السعر الرسمي لا يعكس السعر التـوازني الـذي يبعـد ميـزان المـدفوعات عـن العجز لمدة طويلة.(١)

وتعتبر المغـالاة في تحديـد سـعر الصـرف عـن مسـتوى أعـلى مـن قيمتـه الحقيقية من المشـاكل الخطيـرة التـي تميـز اقتصـاديات الـدول الناميـة، إذ أن المغالاة لا تؤدي فقط إلى خفض مصطنع لأسعار الواردات بالنسبة للمستهلكين و زيـادة أسـعار الصـادرات بالنسـبة للمنتجـين، بـل ينتقـل التـأثير إلى الأداء الاقتصادي و النمو، فنذكر مثلا الأثر السلبي على الاستثمار الأجنبـي المباشـر، وتخفيض معدل نمو الإنتاجية في الاقتصاد، و إضعاف مركـز الدولـة التنافسـي الدولي، و إتباع سياسة نقدية بهدف الحفاظ على ثبـات سـعر الصـرف، وتشـويه أسعار السلع المحلية منسوبة إلى بعضها و إلى الأسعار العالمية.

إن الأسباب الرئيسية للمغـالاة في سـعر الصـرف ترجـع إلى زيـادة الطلـب المحلي (يمكن أن يكون نتيجة لزيادة الانفاق الحكومي)، فقـدان بعـض عوائـد الصادرات (بسبب انخفاض أسعار سلع التصدير في السوق العـالمي) و الخلـل في التوازن الخارجي (الذي يتولد من زيـادة تكـاليف الـواردات)، فـإذا اسـتمر الصرف عند المستوى المرتفع المغالى فيه لمدة سـنة أو أكثـر فـإن المضـاربات على انخفاض قيمة العملة و تدهور سعر الصرف في المستقبل سوف تكـون لهـا

([1]) Pierre- Huibert, Breton et Armaond- Denis_Shor **La dévaluation** , Edition Bouchene, 3[ème] édition, 1993, P 126.

آثار مدمرة على الاقتصاد، الأمر الذي يمكن أن يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال إلى الخارج.[١]

كما أن إتباع الدول النامية لنظام صرف يعتمد على تثبيت عملاتها بعملات قيادية أو سلة عملات جعلها أكثر عرضة لمواجهة حالة انحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني، إذ أنه في أغلب الأحوال نجد أن الدول التي تغالي في قيمة عملاتها تكون غير معدة أو جاهزة للتحول السريع نحو تحديد القيمة الحقيقية للعملة و الوصول إلى سعر الصرف الحقيقي التوازني.

ثانيا: آثار ارتفاع قيمة العملة عن المستوى الحقيقي التوازني

يمكن أن نوجز آثار ارتفاع قيمة العملة عن المستوى الحقيقي التوازني في العناصر التالية:

١- انخفاض معدلات نمو الإنتاجية في الاقتصاد:

لتقييم العملة الوطنية بأعلى من قيمتها الحقيقية آثار سلبية على تنافسية قطاعات السلع التجارية التي تستطيع منافسة الواردات، حيث تتجه إلى تخفيض الإنتاج مبدئيا، فإذا استمرت المغالاة في سعر الصرف سوف تضطر إلى اتخاذ قرار بتوقف الإنتاج.

---

(١) محمد ناظم محمد حنفي، مرجع سابق، ص ٢٣٥.

ففي دراسة لـ (Shatz et Tarr 2000)[1] على ٢٤ دولة نامية، توصلت إلى أن الانحراف في سعر الصرف الحقيقي مرتبط بتباطؤ الإنتاجية خاصة في القطاع الزراعي، و تباطؤ معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي للفرد و معدلات نمو الصادرات. و قد أكد (Edwards1989) أنه كلما زاد الانحراف في سعر الصرف الحقيقي زاد التباطؤ في معدلات النمو.[2]

و قد فرقت دراسة (Kocenda 2000) بين آثار انحراف سعر الصرف عن مستواه التوازني على الإنتاجية في الأجلين القصير و الطويل. فقد أشارت الدراسة إلى أنه خلال الأجل القصير يدعم تخفيض قيمة العملة الوطنية النمو في الإنتاجية، و هذا من خلال تأثير الانحراف في سعر الصرف عن مستواه التوازني على التنافسية الدولية. أما في الأجل الطويل فيؤدي تخفيض القيمة الحقيقية للعملة عن مستواها المفترض للتوازن إلى آثار سلبية على نمو الإنتاجية.

وقد أشار (Shatz 2000) في دراسة للعلاقة بين سعر الصرف الحقيقي والأداء الاقتصادي الكلي في ٣٣ دولة إفريقية جنوب الصحراء الكبرى خلال الفترة من ١٩٧٢ حتى ١٩٨٧، كانت النتائج أن انحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه المفترض للتوازن و المرتبط بتقدير العملة الوطنية بأعلى من قيمتها

(1) Howord j. Shatz , David G .Tarr, **Exchange rate overvaluation and trade protection**, The world Bank, Febrory 2000,p3.
(2) Edwards, Sebastian and Miguel A, **Exchange Rate in emerging Economies :What we know ? Waht we Need to Know ?**, NBER, Working Paper, 7228, july 1999,on http:/www.nber,org/.

يرتبط بتدني مستويات الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد و تدني مستويات التصدير و الاستيراد و الاستثمار و الادخار في هذه الدول.

ويوضح التاريخ الاقتصادي للدول النامية التي اتبعت إستراتيجية التصنيع للإحلال محل الواردات بعد الحرب العالمية الثانية أمثلة جيدة للآثار السلبية لتقييم العملة المحلية بأعلى من قيمتها. فقد اتبعت كل من الأرجنتين و التشيلي والاورجواي إستراتيجية التصنيع للإحلال محل الواردات و تقييم العملة المحلية بأعلى من قيمتها، كما اتبعت كل منهما معدلات متفاوتة بين القطاعات الاقتصادية لحماية الصناعة المحلية، وقد نتج عن هذه السياسة في الدول الثلاث مع بداية السبعينات أزمات متكررة في ميزان المدفوعات و تباطؤ معدلات النمو في الإنتاجية و التصدير و خروج كميات كبيرة من رؤوس الأموال. و انخفضت الربحية في قطاعات سلع التجارة، حيث أصبحت القطاعات الأكثر ربحية في التشيلي خلال هذه الفترة هي قطاعات التشييد والتجارة الداخلية و الخدمات المالية. و في محاولة للخروج من الأزمة، اتجهت الدول الثلاث إلى عمل تخفيضات اسمية في عملاتها. و قد اتبعت شيلي لفترة قصيرة تعويم سعر الصرف ثم اتجهت لتبني إستراتيجية جديدة مفادها تعديل هياكل إنتاجها نحو التصدير، وهو ما تضمن تخفيضا في قيمة العملة. وبالفعل نجحت هذه السياسة في استعادة تعافي الاقتصاد الشيلي.

و تجدر الإشارة إلى تعقيد العلاقة فيما بين سعر الصرف الحقيقي و النمو الاقتصادي، حيث أن كليهما يرتبط بالآخر بطريقتين هما:

الأولى: أن سعر الصرف الحقيقي يعتبر حلقة وصل بين السياسة و الأداء. وبناء على ذلك، فإن السياسات تصوب تجاه استقرار سعر الصرف الحقيقي حول مستوى حقيقي يشجع النمو.

الثانية: أن كلا من النمو الاقتصادي و سعر الصرف الحقيقي يتأثر بالسياسة. و هو ما يزيد من درجة الارتباط بين المتغيرين دون الحاجة إلى وجود علاقة سببية في اتجاه أحدهما للآخر. فالسياسات التي تؤدي إلى توفير بيئة أكثر استقرارا و تشجع على استغلال أكثر كفاءة للموارد تقود أيضا إلى سعر صرف حقيقي مستقر عند مستويات مناسبة.

٢- التأثير على الصادرات و الواردات:

إن تقييم عملة ما بأعلى من قيمتها لا يعني بالضرورة التأثير سلبا على صادراتها، و لكن يحدث التأثير السلبي عندما يكون تقييم العملة بأعلى من قيمتها أعلى نسبيا مما لدى منافسيها فالتقييم المرتفع لسعر الصرف يؤدي إلى ضعف الحافز لإنتاج الصادرات وبدائل الاستيراد وذلك لان الصادرات سوف تفقد قدرتها التنافسية وتصبح الواردات ارخص من إنتاج السلع المحلية

خصوصا بالنسبة للسلع التي يمكن استيرادها بالسعر الرسمي.[(١)]

كما أن المغالاة في سعر الصرف تؤثر سلبا على محصلات العملة الأجنبية، ذلك أن جزءا هاما من تكاليف الإنتاج يتم سدادها بالعملة المحليـة، بينمـا يـتم الحصول على العملات الأجنبية جراء التصدير، فهذه المغالاة ستقلل من قـدرة المصدرين على المنافسة و الاستمرار في الإنتاج للأسـواق الخارجيـة هـذا مـن جهة، ومن جهة أخرى فإن المغالاة في تقييم سعر الصرف بأعلى من قيمته يؤدي إلى تخفيض أسعار الواردات مقومة بالعملة المحلية، ممـا يزيـد في تنافسـيتها في السـوق المحـلي، فقـد أشـار (Bouoiyour et Rey 2002) إلى أن الـواردات تتأثر إيجابيا بانحراف سعر الصرف عن مستواه التوازني و تتأثر سلبا بسرعة هـذا الانحراف.

إن تزايد تنافسية الواردات محليا سيعمل على تزايـد طلبـات الحمايـة ضـد المنتجات المستوردة التي لها بديل محلي، مما يؤدي بالسـلطات الحكوميـة إلى رفع التعريفـات عـلى السـلع المسـتوردة، الأمـر الـذي يـؤدي إلى عـزل الدولـة وانغلاق اقتصادها عن المنافسـة العالميـة ممـا يـؤثر عـلى الصـادرات و بالتـالي تنخفض معدلات النمو الاقتصادي.

---

(١) نوزاد عبد الرحمان الهيتي و منجد عبد اللطيف الخشالي، **مقدمة في المالية الدولية**، دار المناهج، عمان، الأردن،٢٠٠٧، ص ١٣٠.

ويشير (Bouoiyour et Rey2002) في دراسة قاما بها عن المغرب إلى أن الدرهم كان مقوما بأعلى من قيمته أمام عملات دول الاتحاد الأوروبي الخمسة عشر بحلول نهاية التسعينات، و هـو مـا أدى إلى تخفـيض تنافسـية الصـادرات المغربيـة في أسـواق هـذه الـدول، وكـان عـلى السـلطات المغربيـة الاتجـاه إلى تخفيض قيمة عملتها، إلا أنها اتجهت إلى تركيز جهودهـا عـلى الانـدماج المـالي وتقليل عبء الدين، ولم تتجه إلى تخفـيض قيمـة الـدرهم إلا في أفريـل ٢٠٠١، حيث قامت بتخفيض قيمة الدرهم بمقدار ٥ %، وكان ذلـك مـن خـلال تغيـير الأوزان داخل سلة عملات ربط الدرهم بزيادة وزن الأورو على حساب الدولار الأمريكي. وقد توصلت الدراسة السابقة أيضا إلى أن كلا من الانحراف في سـعر الصرف الحقيقي عن مستواه المفترض للتوازن و سرعة هذا الانحراف يـؤثران سلبا على نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي.[١]

ويرى (Shatz 2000) أن نجاح الدول الأسيوية في الحفاظ على مسـتويات أسعار الصرف الاسـمية بهـا بعكـس تعاملاتهـا التجاريـة، كـان أحـد الأسـباب الجوهرية وراء النمو السريع في هذه الـدول. وقـد أدت هـذه المرونـة في سـعر الصرف الاسمي إلى جعل سعر الصرف الحقيقي شبه ثابـت أو متراجـع بـبطء، وهو ما حافظ على العوائد الحقيقية للمصدرين عند مستواها لفترة طويلة. فعـلى

(1) Jamal Bouoiyour, Velayoudom Marimoutou & Serge Rey, **TAUX DE CHANGE RÉEL D'ÉQUILIBRE ET POLITIQUE DE CHANGE AU MAROC :UNE APPROCHE NON PARAMÉTRIQUE**, Économie internationale n 97, 2004, pp 81-104.

سبيل المثال، اتجهت إندونيسيا لعمل تخفيض كبير في قيمة عملتها عام ١٩٧٨، هذا على الرغم من أن متحصلاتها من التصدير كانت في زيـادة. إلا أن السـبب في الاتجاه لتخفيض العملة كان يكمن في قلق صانعي السياسة بشأن الآثار المترتبة عن تقدير سعر الصرف الحقيقي منحرفا عن مستواه المفترض للتـوازن خـلال الفترة ١٩٧٢ - ١٩٧٨ على القطاعات غير النفطية. و عنـدما انخفضـت أسـعار النفط في عام ١٩٨٣ لم يصل الانخفاض في متحصلات الصـادرات الإندونيسـية إلى المستوى الذي وصل إليه في الدول النفطية الأخرى، حيث شـجع تخفـيض قيمة العملة خلال الفترة من ١٩٨٣ حتى ١٩٨٦ على زيادة صادرات القطاعات غير النفطية.

٣- ضعف مركز الدولة التنافسي على الصعيد الدولي:

يرتبط هذا العنصر بالعنصر السابق ارتباطا وطيدا، فالمغالاة في تقييم العملة بأعلى من قيمتها يؤثر في سلوك المسـتهلك الـذي سـيعمل عـلى الحصـول عـلى الواردات ذات الثمن الأرخص بدلا عن الصادرات ذات السعر الأعلى، مما يؤثر عـلى ميـزان المـدفوعات و معـدل التبـادل الـدولي و الأسـعار محليـا، و كـذا الإيرادات الحكومية مما يـؤثر عـلى المركـز التنافسـي للدولـة، كمـا يـؤدي إلى انخفاض الكفاءة الاقتصادية و تشتيت الموارد و هروب رأس المـال و التـأثير سلبا على الاستثمار و أسواق المال المحلية.

وفي هـذه الظـروف يمكـن مواجهـة حالـة مـن عـدم الثقـة بوضـع ميـزان المدفوعات، فالضغوط المستمرة على الحساب الجاري غالبا ما يـتم تخفيضـها عن طريق القروض الخارجية و التسهيلات الائتمانية لتمويل الاستيراد مما يزيد من أعباء خدمة الدين و يؤدي في النهاية إلى عجز تسديد الالتزامات ما يزيد مـن الضغط على سعر الصرف.[١] و قد يتمكن البلد الذي يعاني من سعر صرف مغـالى في قيمته من تحقيق فائض استيرادي إذا كـان التوظـف و الاسـتخدام لمـوارده المتاحة محليا عند مستوى مرتفع و طالما اتسع لسلطاته أن تحـافظ عـلى هـذا المستوى بوسائلها المختلفة (مثل استخدام احتياطاتها المتراكمة من العمـلات الأجنبية)، و لكن بخلاف ذلك فإنه يتعين على البلد نفسه أن يقبـل بمعاناتـه مـن البطالة ومن وضع غير مريح في ميزان المدفوعات، و إذا كان النهج الاقتصـادي العام هو تحقيق فائض تصـدير فـإن سـعر الصـرف المغـالى فيـه ينبغـي تغييـره (تخفيض سعر الصرف) لأنه بخلاف ذلك سـيتعين عـلى الحكومـة المعنيـة أن تقبل بالانكماش في النشاط الاقتصادي و ما يتبعه من تأثيرات سلبية على الدخل و الاستخدام. وهذا يعني أن التقييم المرتفع لسعر الصـرف يتعـارض مـع مبـدأ العمل على تحييد أسعار الصرف و القبول بتناوب التضخم و الانكماش لأجـل تحقيق الاستقرار التلقائي لميزان المدفوعات.[٢]

---

(١) نوازد عبد الرحمن الهيتي و منجد عبد اللطيف الخشالي، مرجع سابق، ص١٣١.

(٢) خورين اكوب، إدارة التحويل الخارجي، مطبعة جامعة بغداد، ١٩٩١، ص١٨٣.

ففـي دراسـة (Sekkat et Varoudakis.1998) لتحليـل أثـر سـعر الصـرف الحقيقي على الصادرات الصناعية في ثلاثة قطاعات – هي المنسوجات والمنتجـات الكيماوية و المنتجات المعدنية- في ١١ دولة افريقية خلال الفترة مـن ١٩٧٠ حتـى ١٩٩٢، كانت النتائج تتمثل في تأكيد العلاقة العكسية لتقـدير قيمـة العملـة الوطنيـة بأعلى من قيمتها على قيمة الصادرات في القطاعات الثلاث.[١]

٤- التأثير العكسي على الأسواق المالية و المحلية:

يكون التأثير عكسيا من خلال زيادة درجة التأكد في الأسواق المالية، و من خلال تشجيع المضاربة ضد العملة المحلية في الأسواق المالية لارتفاع ربحيتها مما يزيد ما في حوزة أفراد الدولة من عملات أجنبية.[٢]

فتتحمل الحكومـة نفقـات و تكـاليف باهظـة لتـوفير الاسـتقرار في النظـام المالي، ذلك أنه باستمرار حالة المغالاة فإن كثيرا من الصناعات و البنـوك ربمـا تفشل بسبب المضاربة، حيث يتجه التجـار إلى محـاولات للاقتـراض بالعملـة المحلية توقعـا لانخفـاض قيمتهـا في المسـتقبل، و ذلـك لتمويـل الـواردات و يحدث اضطراب في قطاع الصادرات و سوف يترتب عـلى ذلـك ارتفـاع أسـعار الفائدة المحلية الأمر الذي يضر الاستثمار في كثير من القطاعات.

([1]) Edwards, Sebastian and Miguel A, op.cit.
([2]) William H.L.Day,**the Advantage of exclusive forword exchange rate support**, I.M.F ,staff papers, march 1976, p162.

يمكن أن تؤدي هذه الآثار إلى إفلاس منشآت كثيرة كما أن إصلاح و إعادة التوازن في سوق المال يحتاج إلى تكاليف كبيرة.[١]

وهكذا نرى أن رفع قيمة العملة قد تترتب عليه ضغوط تضخمية نتيجة زيادة حصيلة الدولة من الاحتياطات أو العملات الأجنبية. غير أن هذا الأثر لا يحصل بصفة عاجلة بل بعد مرور فترة زمنية تتراوح بين عامين ونصف، وأربعة أعوام ونصف، كما قال الاقتصادي كرومر، من أن رفع قيم العملة طريق الانكماش المؤكد.[٢]

٥- التأثير على الاستثمار الأجنبي المباشر:

إن الخوف من تقلبات العملة سيؤدي إلى زيادة درجة عدم التأكد بشأن ربحية الاستثمار الأجنبي، مما يزيد في درجة المخاطرة و هو ما يجعل المستثمرين الجدد لا يقدمون على الاستثمار في الدولة، إلا إذا شعروا بالأمان من خلال ضمانهم كون العائد من الاستثمار سيغطي المخاطرة الإضافية المترتبة على تقلبات سعر الصرف.

وتبدو نتائج دراسات الجدوى الاقتصادية و كأنها ايجابية لصالح العديد من الاستثمارات فيما كان يمكن أن تظهر عكس ذلك بدون التغطية الناجمة عن

---

(١) محمد ناظم محمد حنفي، مرجع سابق، ص ٢٣٦.

(٢) حمدي عبد العظيم، سياسة سعر الصرف و علاقتها بالموازنة العامة للدولة، مرجع سابق، ص ١١٨.

التقييم المرتفع لسعر الصرف ، فمن جانب الطلب الذي يشكل أساس دراسات الجدوى الاقتصادية تشكل القوة الشرائية المرتفعة و المضمونة بسعر صرف مرتفع إزاء العالم الخارجي طلبا فعالا اكبر من حقيقته يشجع العديد من الاستثمارات التي لم تتبلور ظروفها الموضوعية بشكل كاف من الاستمرار والانتشار، أي أن فعالية الطلب على هذه الاستثمارات لم يكن بالضرورة وليد كفاءة هذه الاستثمارات و إنما يرجع بشكل رئيس لفعالية الطلب المدعوم بارتفاع القوة الشرائية للعملة. أما من ناحية العرض فإن المغالاة في سعر الصرف والمضمون بموارد العملات الصعبة في حالة توفرها يجعل الاستثمارات الرأسمالية و الوسيطة تبدو متوفرة بيسر و بأسعار تبدو و كأنها اقتصادية.

يرتبط بالنقطة المشار إليها سابقا مشكلة أخرى تتعلق بالنشأة الخاطئة للصناعات الوليدة بحيث أصبحت في معظمها معتمدة على الخارج في توفير مستلزمات الإنتاج، الأمر الذي يزيد من الضغوطات على ميزان المدفوعات، ويؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج مقوما بالعملة المحلية مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار و من ثم انخفاض سعر الصرف، فتزداد الهوة بين السعر الرسمي والسعر الحقيقي للعملة هذا يكشف عن علاقة مباشرة بين اختلال اتجاهات الاستثمار و اختلال تقييم العملة. [١]

---

(١) نوازد عبد الرحمن الهيتي و منجد عبد اللطيف الخشالي، مرجع سابق، ص ١٣٢.

٦- التأثير على الإنتاج الزراعي:

تؤدي ظاهرة التقييم المرتفع لسعر الصرف للعملات إلى الأضرار بالزراعة و ذلك من خلال التأثير على الحوافز الزراعية و الناتج الزراعي خصوصا إذا تخلت الحكومة عن سياسة دعم الأسعار الزراعية، ومن ناحية أخرى فإن المغالاة في سعر الصرف الرسمي و ما يمكن أن يتركه من آثار سلبية على القطاع الزراعي يحفز على الهجرة من الريف إلى المدينة و يزيد من الطلب على المواد الغذائية المستوردة فيزيد من الضغط على ميزان المدفوعات، ناهيك عن الآثار الاجتماعية نتيجة التغيرات الديمغرافية لسكان المدن و ما ينجم عن ذلك من صراعات ثقافية نتيجة اختلاف القيم الاجتماعية.[(١)]

٧- ظهور سوق موازية:

يرافق التقييم المرتفع لسعر الصرف للعملات ظهور سوق موازية (غير رسمية) أكثر ارتفاعا من الأسعار الرسمية و سيجد من تتوفر لديه كمية من العملات الأجنبية فرصة لإعادة بيعها في السوق السوداء بدلا من بيعها إلى البنك المركزي مما يضطر المستوردين إلى دفع أسعار أعلى بالعملة المحلية للحصول على العملة الأجنبية التي لا يستطيعون الحصول عليها بسبب عدم قدرة البنك

---

(١) البنك المركزي العراقي، **انخفاض سعر صرف الدينار العراقي (الأسباب. الآثار. المعالجات)**، دائرة الإحصاء والأبحاث، ١٩٨٩، ص ١٨٣.

المركزي أو رغبته لتلبية طلبات الاستيراد فتؤدي السوق الموازية إلى انخفاض فعلي في سعر الصرف رغم بقاء سعر الصرف المعلن على حاله.

٨- تفاقم أعباء الدين العام الداخلي:

إذ أن التقييم المرتفع لسعر الصرف يمثل التزامات مالية على الدولة سدادها أو أداؤها كشرط رئيس لاستعادة سعر الصرف إلى وضعه الطبيعي، فالكتلة النقدية الموجودة في التداول و التي تمثل دينا داخليا على الدولة المقيمة وحدتها بسعر صرف مرتفع تجاه العالم الخارجي لا يمكن أن تنخفض كميتها إلى المستوى الذي يعيد التوازن بين السعر الرسمي و السعر الحقيقي، إلا بقيام الدولة بسداد قيمة التزاماتها بالنقد الأجنبي و هذا يتطلب مبالغ كبيرة من العملات الأجنبية، أي أن سعر الصرف الرسمي المنفصم عن حقيقته يضاعف من أعباء الدين العام الداخلي.

٩- زيادة الرقابة على الصرف:

بغية الحفاظ على مستويات الصرف المرتفعة عن مستواها التوازني تعمل الدولة على تطبيق سياسة نقدية تقييدية مما قد يوقع الاقتصاد في أزمة كساد حاد، فالسياسة النقدية و السياسة الضريبية الهادفة للضغط على سعر الصرف ذات تأثيرات مضادة على الاستثمار و الإنتاج.

كما أن الانفصام بين السعر الحقيقي و السعر الفعلي لصرف العملة يمهد إلى ظاهرة في غاية الخطورة و هي ما تعرف (بالدولرة) Dallorization أي استخدام الدولار الأمريكي بدل العملة الوطنية في تسوية المعاملات الداخلية مما يزيح العملة الوطنية و يفقد الثقة بها و هذه الظاهرة لها آثار خطيرة، أبرزها هو تحييد و تهميش السياسة النقدية المحلية ناهيك عن الآثار السياسية من خلال المساس بأحد رموز السيادة و نعني به العملة الوطنية.[١]

ثالثا: شروط نجاح سياسة المغالاة

ولتجنب هذه الآثار السلبية للمغالاة في سعر الصرف توجد جملة من الشروط إن تحققت يمكن لسياسة المغالاة أن تنجح. حيث يستخدم أسلوب المغالاة في تحديد سعر صرف العملة من أجل خفض أعباء المديونية أو لزيادة قيمة الصادرات وبالتالي زيادة دخول المصدرين المحليين لبعض السلع الهامة بهدف إعادة التوازن، كما قد تلجا الدولة إلى هذه الوسيلة لتقليل أعباء وارداتها على الميزان التجاري أو تخفيف أثر ارتفاع الأسعار العالمية لهذه الواردات على الأسعار المحلية، إلا أن هذه العملية لا يمكن أن تنجح إلا إذا تحققت بعض الشروط فيما يتعلق بالآثار السعرية و الآثار الداخلية ، ومن بينها:[٢]

---

(١) نوازدعبد الرحمن الهيتي و منجد عبد اللطيف الخشالي، مرجع سابق، ص ١٣٣.

(٢) وسام ملاك، مرجع سابق، ص ٩٨.

- يجب أن يكون مجموع مرونات السعر للطلب الخارجي على الصـادرات والطلب الداخلي على الواردات أعلى من الوحدة (أكبر من واحد).

في هذه الحالة عندما ترتفع أسعار الصادرات يفترض أن ينخفض الطلـب الخارجي بنفس النسبة، أما الواردات فهي على العكس من ذلك، يجب أن ترتفع نتيجة انخفاض أسعارها.

- إذا كانت عملية التصحيح هذه بواسطة الأسعار تتوافق مع عملية تخفيض للناتج القومي من خلال تقليص الاستثمارات فإن نجاح عملية رفع قيمـة النقد يصبح أكيدا.

- نجاح عملية رفع قيمة النقد يرتبط أيضا و بشكل أساسي، بإمكانية تقليص أو حتى إلغاء الفوارق مقارنة مع الخارج، على صعيد الإنتاجية التي تجعل البلد المحقق للفائض أكثر قدرة على المنافسة مع شركائه التجاريين.

وفي حال الأخذ بعين الاعتبار بالشروط السابقة يمكن لسياسة المغـالاة أن تكون ذات أهمية بالنسبة للدول المدينة، لأن فوائد سداد الديون المحلية ستتجه نحو الانخفاض نظرا لشـيوع ضـغوط انكماشـية في الاقتصـاد القـومي واتجـاه أسعار الفائدة المحلية للانخفاض. وبالنسـبة لفوائـد سـداد الـديون الخارجيـة فغالبا ما تكون أقل وطأة على الموازنة العامة في هذه الحالة، نظـرا لهبـوط قيمـة

الدفعة المسددة بالعملة المحلية.[١]

و يمكن الإشارة هنا إلى تجربة ألمانيا في الرفع المتتالي لقيمة النقد الحاصل منذ عام ١٩٦١، و المستخدم كتقنية لمجابهة التضخم المستورد، إلا أنه لم تتمخض عن هذه العمليات الآثار الخارجية المرجوة، إذ أن الطلب يتفاعل في بعض الحالات مع ارتفاع الأسعار. فالواردات الألمانية هي أكثر حساسية على تغيرات الأسعار مما هي عليه الصادرات في هذا البلد، فهذه الأخيرة تحظى بشهرة عالمية ذائعة الصيت من حيث جودتها، مما يجعل الطلب الخارجي عليها غير مرن نسبيا (السلع التجهيزية). و إلى جانب التجربة الألمانية توجد تجربة كوريا الجنوبية، التي لجأت – على أثر الفائض المتراكم في ميزان مدفوعاتها – إلى رفع قيمة نقدها بهدف إعادة التوازن إلى هذا الميزان. بالإضافة إلى العديد من التجارب الأخرى المشابهة التي حصلت على الصعيد الدولي.



(١) حمدي عبد العظيم، سياسة سعر الصرف و علاقتها بالموازنة العامة للدولة، مرجع سابق، ص ١٤٤.

المطلب الثاني: التخفيض في قيمة العملة

تعد سياسة تخفيض قيمة العملة إحـدى السياسـات الهامـة التـي يفرضـها صندوق النقد الـدولي عـلى الـدول الناميـة التـي تعـاني مـوازين مـدفوعاتها مـن اختلالات مؤقتة عارضة أو هيكلية مزمنـة، بغـرض تسـوية هـذه الاخـتلالات. سنتناول في هذا المبحث مفهوم التخفيض في قيمة العملـة والاثـار الناجمـة عـن التخفيض في قيمة العملة.

أولا: مفهوم التخفيض في قيمة العملة

تتمثل سياسة تخفيض قيمة العملة في قيام الدولـة بتخفـيض قيمـة عملتهـا الوطنية في الخارج أي ارتفاع سعر الصرف[١]. بهـدف إعـادة التـوازن في ميـزان المدفوعات والتخفيض من الآثار المرتبطة أساسا بأهمية المبادلات الخارجيـة، وكذا الهيكل الاقتصادي للبلد المعني، فالدول التي تقـوم بتغييـر قيمـة عملتهـا الوطنية يعني أنه أصبح بالإمكان الحصول عليها بمقدار من العملة الأجنبية أقل من السابق وفي إطار اتفاقيات بريتون رودز فإن تغير وإعادة النظر في قيمة العملة كان يعتبر إجراءا عاديا لكنه استثنائي لا يمكن اتخاذه في حالة العجز الأساسي في المدفوعات[٢]. و ينطلق خبراء صندوق النقد الدولي في تأييدهم لهـذه السياسـة من اعتقادهم بأن أسـعار صـرف الـدول الناميـة مبـالغ فيهـا، كمـا أن الارتفـاع

(١) محمد أحمد السربيتي، مرجع سابق، ص ٢٦٩.

(2) Dominique Plihon, op.cit, p 91.

المستمر للائتمان المحلي في هذه الدول يؤدي إلى ضعف القوة الشرائية لعملاتها الوطنية و بالتالي حدوث مزيد من المغالاة في أسعار صرفها، و ما يترتب على هذه المغالاة من ارتفاع للواردات و نقص للصادرات. و من وجهة نظر خبراء الصندوق فإن سياسة تخفيض قيمة العملة ستعمل على رفع الأسعار النسبية للسلع و الخدمات المستوردة. فتنقص الكمية المطلوبة منها، و خفض أسعار السلع و الخدمات المصدرة، تزيد كمية الطلب عليها، وذلك بافتراض وجود مرونة ملموسة لكل من الطلب المحلي على الواردات و الطلب الأجنبي على الصادرات استجابة لتغيرات سعر الصرف.

كما يقصد بتخفيض قيمة العملة Dévaluation قيام الدولة متعمدة بإنقاص المحتوى الرسمي لعملتها من الأصل الذي تقيم به، سواء كان ذهبا أم وحدات نقدية ترتبط بالذهب أو لا ترتبط به، و بالتالي فإن تخفيض قيمة العملة عمل إرادي تقوم به الدولة مختارة في ظل إتباعها لنظام الصرف الثابت.

والتخفيض بهذا المعنى، يختلف عن انخفاض قيمة العملة أو تدهورها Dépréciation و الذي يحدث نتيجة لتفاعل قوى العرض و الطلب في سوق الصرف الأجنبي في ظل نظام اقتصادي حر قائم على حرية التعامل و تعويم العملة.[١]

(١) محمد لبيب شقير، **العلاقات الاقتصادية الدولية**، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٦١، ص٢٨٧.

وعادة ما يتم اللجوء إلى هذه السياسة لعلاج عجز ميزان المدفوعات أو إلى القضاء على فائض الطلب على العملة الأجنبية الناتج عن عجز ميزان المدفوعات، وتتم عملية التخفيض « Dévaluation »، بصورة متعمدة بعد اتخاذ القرار من طرف السلطات الاقتصادية وتكون هذه العملة في إطار نظام سعر صرف ثابت عكس الانخفاض الذي يحدث تلقائيا نتيجة لتضارب قوى العرض والطلب في السوق[1]، إذا أن الحديث عن التخفيض يجعلنا نشير إلى عملية دفع قيمة العملة أو إعادة التقويم « Réévaluation »، التي هي عملية عكسية بالنسبة لعملية التخفيض.

وتبقى هذه العملية حالة استثنائية إن لم نقل معدومة بالنسبة للبلدان النامية، لأن الاختلال الذي يعاني منه ميزان مدفوعات هذه الدول غالبا ما يظهر في صورة عجز. إلا أن هذه السياسة قد تعود بنتائج عكسية لما سطرت له.

ثانيا: الآثار الداخلية لسياسة التخفيض:

تخفيض قيمة النقد يؤدي من جهة إلى زيادة في الدخل إلى أثر الاستخدام غير الكامل للموارد، و من جهة أخرى، إلى نقص في الدخل يعود إلى ما يسمى بـ"أثر حدي التبادل". تغير رصيد الميزان التجاري يرتبط إذن بهذين الأثرين، كما يرتبط أيضا بالميل الحدي لامتصاص الدخل.

(1) Dominique Plihon, Op cit, p 92

أ- أثر الاستخدام غير الكامل للموارد:

زيادة الصادرات المتوقعة من أثر تخفيض قيمة النقد يجب أن تقضي إلى ارتفاع في الدخل القومي و ذلك طبقا لنظرية مضاعف التجارة الخارجية، إلا أن هذا الارتفاع لا يمكن أن ينشأ عنه تدفق حقيقي إلا إذا كان هناك استخدام غير كامل لعناصر الإنتاج، ولكي يتحسن رصيد الميزان التجاري يجب أن يكون الميل الحدي للامتصاص أقل من الواحد[١].

وفي حال لم يكن الأمر كذلك، أي أن الميل الحدي للامتصاص أكبر من الواحد و بقي مضاعف التجارة الخارجية إيجابيا، فإن تخفيض قيمة النقد يسمح بزيادة استخدام عناصر الإنتاج و زيادة الدخل القومي على حد سواء، وينذر بزيادة العجز الخارجي.

ب- الأثر الناجم عن حدي التبادل:

من بين آثار تخفيض قيمة النقد تدهور حدي التبادل، الأمر الذي يؤدي إلى تدني الدخل القومي ويشكل أثرا إيجابيا على الميزان التجاري إذا كان الميل الحدي للامتصاص أكبر من الواحد، أي أن أثر حدي التبادل سيحسن الميزان التجاري. وفي حال العكس سيكون التدهور.

(١) وسام ملاك، مرجع سابق، ص ٩٥.

ثالثا: الآثار الخارجية لسياسة التخفيض:

بالإضافة إلى الآثار الداخلية المحتملة، توجد جملة من الآثار الخارجية يمكن إدراجها فيما يلي:[١]

أ-خفض قيمة العملة و مشكلة الأجور:

يترتب عن تخفيض قيمة العملة زيادة متناسبة في التكاليف، ذلك أن بعض مدخلات الإنتاج من مكونات أجنبية يتم استيرادها بأسعار مرتفعة نسبيا، و في ذات الوقت نجد أن جزءا كبيرا من تكاليف الإنتاج يحتوي على الأجور التي يمكن أن تتجه إلى الارتفاع مع خفض قيمة العملة.

ب- خفض قيمة العملة و السياسة النقدية و المالية:

تعتبر عملية التخفيض ناجحة إذا أدت إلى زيادة الأسعار النسبية للسلع الأجنبية المتاجر فيها بالمقارنة بالأسعار المحلية نتيجة تحول الطلب من السلع الأجنبية إلى السلع المحلية، لكن إذا تجاوز هذا الأخير - الطلب على السلع المحلية – حدود الموازنة فإنه سيتولد عجز في الحساب الجاري على شكل فائض في الطلب. هذه الضغوط على الطلب المحلي سوف تؤدي إلى زيادة الأجور و بالتالي سوف تعادل آثار خفض العملة و تحيد النتائج المتوقعة في هذا الخفض.

(١) محمد ناظم محمد حنفي، مرجع سابق، ص ص ٤٣٧، ٤٤٩.

ج- خفض قيمة العملة و سوق الأصول المالية:

غالبا ما يكون العجز في الميزانية بسبب الانخفاض في قيمة العملة و تجاوز قيمة الواردات لقيمة الصادرات، الأمر الذي قد يولد تضخما، قد يتسبب بدوره في ارتفاع أسعار السلع والخدمات. لذا- ومن أجل تحقيق المساواة في أسعار السلع المحلية و الأجنبية - فإن السلطات النقدية تعمل على تخفيض قيمة العملة الوطنية، والبلد الذي يخفض قيمة عملته سوف تميل صادراته إلى الزيادة ووارداته إلى الانخفاض، مما يؤدي إلى زيادة حقيقية في الأصول أو العوائد المتوقعة بالعملة الأجنبية، هذه الزيادة في قيمة الأصول و العوائد المقومة بالعملة الأجنبية سوف يتولد عنها ضغوط تضخمية تصحب عملية الخفض الحقيقي لقيمة العملة المحلية.

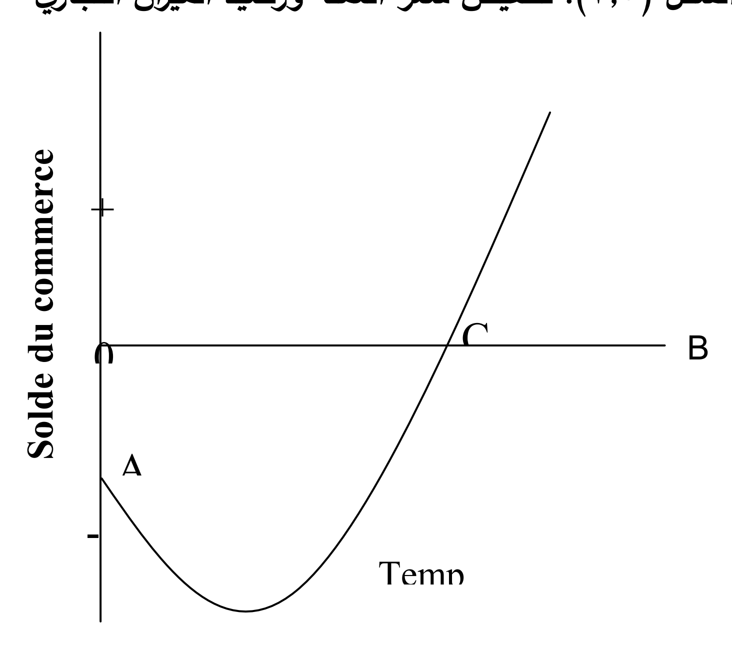
د- الديون الخارجية للشركات المحلية:

قد تكون الشركات المحلية أبرمت عقود قروض أجنبية قبل اتخاذ قرار خفض قيمة العملة المحلية. هذا الخفض في قيمة العملة المحلية يمكن أن يؤدي إلى صعوبات لهذه الشركات في خدمة الدين، الأمر الذي يحد من تدفق القروض الأجنبية إلى هذه الشركات، فيمكن أن يتولد نتيجة لهذا زيادة حالات الإفلاس و زيادة الطاقة العاطلة و عدم الانتفاع من عنصر العمل.

إن الغرض من تخفيض قيمة العملة هو تحسين القدرة التنافسية لأسعار

السلع والخدمات. لكن هذا الهدف لا يتحقق بسرعة، إذ في بادئ الأمر ستكون الآثار سلبية، و العجز في الميزان التجاري سوف يتسع، قبل أن يتعافى توازنه بعد فترة أطول أو أقصر، وهو ما يمكن توضيحه من خلال المنحنى (٥ , ٢).

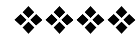
الشكل (٢,٥): تخفيض سعر العملة ورصيد الميزان التجاري



Source :D.Begg et autres, **Macroéconomie,** Dunod, Paris, 2002, P 278.

تشير النقطة A إلى علامات العجز الأولي في الميزان التجاري، والانتقال من A إلى B يفسر مزيدا من التدهور في الميزان التجاري، لأن تكلفة الواردات المعبر عنها بالعملة المحلية تزداد، و حصيلة الصادرات بالعملة المحلية أيضا ستنخفض. والانتقال من B إلى C، يفسر بالتغير في الأسعار التي تشجع

الصادرات، وبالتالي يتشجع المستثمرون حين يرون أن هوامش أرباحهم في زيادة. كما أن وتيرة الواردات ستتباطأ بسبب ارتفاع أسعارها بالعملة المحلية. إن النتائج المتوخاة من تخفيض قيمة العملة لا تظهر إلا إذا كان هذا التخفيض مصحوبا ببرنامج انتعاش يهدف إلى الحد من الطلب المحلي وتشجيع الصادرات.



المطلب الثالث:

فعالية تخفيض قيمة العملة في برنامج التكيف الهيكلي:

اعتبرت مسألة تخفيض قيمة العملة واحدة من أهم التدابير المركزية في برنامج الإصلاح الاقتصادي وكثيرا ما وصفت بأنها غير قابلة للتفاوض من جانب بعض الخبراء من المؤسسات المالية الدولية. وتقودنا دراسة فعاليتها إلى الانطلاق من المعادلة الأساسية في التوازن في الحسابات الوطنية:

$$Y + M = C + I + X \qquad (1.3)$$

حيث تمثل كل من : Y: تعبر عن الناتج القومي M: تمثل الواردات.

Y + M: الموارد. C: يمثل الاستهلاك.

I: يمثل الاستثمار. X: من الصادرات. C + I + X: هي التوظيف.

فإذا عبرنا على الاستيعاب بالمعادلة: A = C + I يمكننا كتابة المعادلة (١) على النحو التالي:

حيث :

$$Y - A = X - M \qquad (1.4)$$

X – M تمثل التوازن في الميزان التجاري ، ويمكن أيضا أن نعبر عنه بـ B من و نحصل على المعادلة: (1.4) : Y – A = B

وهذا يعني أن التوازن في الميزان التجاري يساوي الناتج القومي ناقص الطلب المحلي أو الاستيعاب.

في إطار إطلاق برنامج التكيف الهيكلي فإن السمة الغالبة هي وجود عجز في الميزان التجاري يعبر عنه بـ(M > X)، بالإضافة إلى كون الاستهلاك المحلي أعلى من الإنتاج المحلي (Y< A). و للحد من هذا العجز فإن التدخل سكون على مستوى الدخل (أو الإنتاج) من خلال العمل على زيادته، أو على محاولة التقليل من الاستهلاك. بينما في بلد يريد تنفيذ برنامج التكيف الهيكلي، فإن ظروف زيادة الإنتاج لا تتحقق (نظرا لحالة تدهور وحدات الإنتاج) ولذلك فمن الأسهل العمل على تخفيض الاستهلاك ولا يتأتى هذا إلا من خلال تخفيض قيمة العملة، والذي يمكن أن يتسبب في آثار مختلفة:

١. تخفيض قيمة العملة يؤثر على أسعار السلع من الإنتاج المحلي لأنها مصنوعة من المواد الخام والمواد المستوردة، و تخفيض قيمة العملة يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع الأساسية، وبالتالي ارتفاع السلع التامة الصنع، مما يؤدى في النهاية إلى الانخفاض في الاستهلاك.

٢. يتسبب التخفيض في تراجع الطلب الخارجي، وبالتالي انخفاض الدخل من المنتجات التصديرية.

٣. يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى انخفاض في الأجور الحقيقية، والذي ينطوي على تغيير في توزيع الدخل. وبالتالي يؤدي إلى انخفاض الاستهلاك.

٤. يتسبب تخفيض قيمة العملة أيضا في ارتفاع أسعار الواردات، وبالتالي تؤثر على الأسعار المحلية للسلع القابلة للتداول، والتي سوف تقلل الاستهلاك مرة أخرى.

هـذه الآثـار تـدل عـلى أن تخفـيض قيمـة العملـة يـؤثر عـلى العـرض، والاستيعاب، الإيرادات والإنفـاق الخـارجي، أي عـلى كـلا الجـانبين لتحقيـق المساواة: $Y - A = X - M$

أي أن للتخفيض قيمة علاجية عندما يتعلق الأمر بتصحيح الاختلالات في الميزان التجاري، و مع ذلك، فإن سياسة تخفيض قيمة العملـة غيـر فعالـة إذا لم تكن مصحوبة من ناحية بالمرونة من جانب العرض عـلى الصـادرات الوطنيـة، ومن ناحية ثانية من الطلب الأجنبي على الواردات.

شروط نجاح عملية خفض قيمة النقد:

لنجاح سياسة تخفيض قيمة العملة يجب توفر الشروط التالية:[١]

- اتسام الطلب العالمي على منتجات الدولة بقدر كاف من المرونة. بحيـث يؤدي تخفيض العملة إلى زيادة أكبر في الطلـب العـالمي عـلى المنتجـات المصدرة من نسبة التخفيض.

---

(١) قدي عبد المجيد، المدخل إلى الأساسيات الاقتصـادية الكليـة - دراسـة تحليليـة تقييميـة- مرجع سابق، ص ص ١٣٤، ١٣٥.

- ضرورة اتسام العرض المحلي لسلع التصدير بقدر كاف من المرونة بحيث يستجيب الجهاز الإنتاجي للارتفاع في الطلب أو الطلب الجديد الناجم عن ارتفاع الصادرات.
- ضرورة توفر استقرار في الأسعار المحلية، وعدم ارتفاعها بعد التخفيض حتى لا ينعكس هذا الارتفاع في صورة ارتفاع لأسعار تكلفة المنتجات المحلية.
- عدم قيام الدول المنافسة بإجراءات مماثلة للتخفيض، مما يزيل الأثر المترتب على التخفيض.
- استجابة السلع المصدرة لمواصفات الجودة والمعايير الصحية والأمنية الضرورية للتصدير.
- الاستجابة لشرط مارشال- ليرنر والقاضي بأن يكون مجموع مرونة الطلب ومرونة الصادرات أكبر من الواحد الصحيح.



فهرس المحتويات